

Extrait du El Correo

<http://www.elcorreo.eu.org/Zona-euro-los-defaults-son-inevitables>

Zona euro : los defaults son inevitables

- Empire et Résistance - Union Européenne -

Date de mise en ligne : samedi 9 avril 2011

Copyright © El Correo - Tous droits réservés

1. - El importe total de las deudas de los países del « sur » de la zona euro en peligro es mucho más educado que lo creemos

Hasta ahora, la discusión se obsesionó con la sola deuda pública de los países del « sur » de la zona euro. Esta aproximación ignora el hecho que hay un mecanismo de vasos comunicantes entre la deuda pública (soberana) y las deudas privadas. El total de la deuda parece como extremadamente educado, en particular en España.

Cuadro 1 Estado total de la deuda de España, de Grecia y de Portugal a finales de 2009 (en mil millones de euros)

	Spain		Portugal		Greece	
	EUR Bn	%	EUR Bn	%	EUR Bn	%
Total Debt						
EUR Bn	1,311		783		703	
% GDP	506 %		479 %		296 %	
by instans						
General government	474	33 %	131	18 %	203	42 %
Financial corporations	1,609	31 %	238	30 %	120	17 %
Non-fin corporations	2,003	39 %	246	31 %	165	23 %
Household	914	17 %	178	23 %	125	17 %
	100 %		100 %		100 %	
by instrument						
Short-term	1,306	30 %	271	35 %	189	27 %
Non-resident deposits	349				106	
Bonds	156		44		31	
Loans	258		49		72	
Total credit	623		32			
Long-term	1,730	79 %	512	65 %	514	73 %
Bonds	1,472		173		361	
Loans	2,258		339		212	
	100 %		100 %		100 %	

Fuente : C. Lapavitsas y alii, « The Eurozone between austerity and default », RMF Occasional Report, SOAS, Londres, septiembre de 2010.

Si se excluye la deuda de las instituciones financieras, llegamos siempre de cifras impresionantes. Es claro pues que el Estado deberá recuperar en su cuenta una parte de estas deudas privadas que no son sustentables.

Cuadro 2 Estructura de la deuda privada Structure de la dette privée

-	España	Portugal	Grecia
Total sin instituciones financieras	3 6473 647	545 545	581 581
En % del PIB	347,2 %	333,4 %	244,6 %
Empresas no financieras	195,4 %	150,5 %	69,5 %
Familias	87,4 %	108,9 %	51,8%

Fuente : la misma que para el cuadro 1

Además estos cuadros han sido calculados a finales del 2009. Después, la deuda pública continuó progresando y no dejará de hacerla.

2. - La parte de esta deuda poseída por el extranjero es también muy importante

La parte de esta deuda poseída por los no residentes varía de un tercio (a saber, el 168,6 % del PIB) para España a un poco más de la mitad (a saber, el 151 % del PIB) para Grecia. La parte mayor de esta deuda es poseída en la

Zona euro : los defaults son inevitables

zona euro, 66 % por 5 países (Alemania, Francia, Holanda, Irlanda y Bélgica) en España ; el 66 % en Portugal y el 58 % en Grecia.

Cuadro 3 Deuda poseída por los no residentes (en mil millones de euros)

External Debt	Spain		Portugal		Greece	
	EUR Bn	% of total debt	EUR Bn	% of total debt	EUR Bn	% of total debt
EUR Bn	1779	33 %	381	49 %	385	51 %
% GDP	169 %		233 %		162 %	
by issuer						
General government	299	17 %	98	26 %	206	53 %
Financial corporations	823	47 %	210	55 %	112	29 %
Other sectors	645	37 %	73	19 %	68	18 %
		100 %		100 %		100 %
by instrument						
Short-term	686	39 %	182	48 %	127	33 %
Non-resident Deposits	549		146		106	
Bonds	75		25		7	
Loans	17		1		13	
Trade Credit	45		10		1	
Long-term	1,093	61 %	198	52 %	258	67 %
Bonds	739		141		206	
Loans	354		58		53	
		100 %		100 %		100 %
Sources:	Bank of Spain, Statistical bulletin - National Financial Accounts and Balance Payments - International Investor Position		Bank of Portugal, Statistical bulletin - National Financial Accounts and Balance Payments - International Investor Position		Bank of Greece, QEDS, TDF, Finaster	

La parte poseída por Francia y Alemania varía entre el 48% y 41%.

3. - Un ajuste imposible

Estos países empezaron, con Irlanda, planes de ajustamiento presupuestario excesivamente ambicioso. La subida de los desórdenes sociales (Grecia) y las políticas (Portugal, pero también Irlanda) lo demuestra.

Podemos comprobar, sobre el cuadro siguiente, la amplitud de este ajuste necesario únicamente para que la deuda expresada en porcentaje del PIB deje de aumentar.

Cuadro 4 Importe del ajuste presupuestario necesario para una estabilización de las deudas públicas en porcentaje del PIB

	Montant de la dette fin 2010 en % du PIB	Amplieur du déficit en 2012	Déficit (-) ou excédent (+) possible pour assurer la stabilité de la dette	Idem, après révision des chiffres de croissance (base Commission européenne)	Idem, après révision par les différents organismes de conjoncture économique.	Choc budgétaire potentiel minimal	Choc budgétaire potentiel maximal
Alemagne	77	-4,2%	-5,9%	-1,8%	-1,6%	-2,3%	-2,6%
Belgique	322	-4,9%	-5,6%	-1,6%	-0,9%	-3,3%	-4,8%
France	85	-7,6%	-5,1%	-2,7%	-0,6%	-4,5%	-7,8%
Italie	118	-5,1%	-0,1%	0,7%	1,9%	-5,0%	-7,8%
Espagne	66	-8,3%	5,1%	3,8%	2,6%	-55,4%	-51,9%
Portugal	86	-7,3%	2,7%	4,1%	5,0%	-55,0%	-52,8%
Irlande	78	-17,7%	2,2%	3,8%	4,7%	-59,9%	-52,4%
Grecia	144	-7,9%	12,0%	13,8%	15,1%	-59,9%	-58,8%
Grecia et financement FMI	144	-7,9%	6,3%	8,0%	9,3%	-54,2%	-57,2%

Fuente : BNP-Paribas y CEMI-EHESS

El choque presupuestario exigido para que la deuda se estabilice a su nivel de 2010 es comprendido entre 17 y 14 puntos de PIB para Grecia, entre 10 y 12 puntos para Portugal y España. Alcanza hasta 20 y 22 punto de PIB para Irlanda.

Irlanda y Grecia son típicamente unos casos extremos, y no se ve una solución coherente para mantenerse en la zona euro. El *default*, combinado con la salida de la zona y una fuerte devaluación, aparece hoy como la salida inevitable de la crisis.

En el caso de España, cuyo PIB y el importe de la deuda son ampliamente superiores a los tres países (Grecia, Irlanda y Portugal) acumulados, hay que saber que :

Zona euro : los defaults son inevitables

- ▶ Que la tasa de los *defaults* sobre los bienes inmobiliarios alcanza el 11 % en las deudas de los promotores y el 7 % para las de los créditos inmobiliarios comerciales. El *stock* de viviendas no vendidas ha pasado de 394.700 el 31 de diciembre de 2006 a 1.202.848 el 31 de diciembre de 2010.
- ▶ Que a pesar de provisiones más importantes que en otros países, los bancos españoles deberán ser recapitalizados para una suma que oscilará entre 80 y 100.000 millones de euros en 2011, y esto sin perjuicio de recapitalizaciones posteriores.
- ▶ Que las proyecciones de crecimiento hechas por el gobierno, y sobre las cuales fundó su política de reducción de los déficit, son extremadamente optimistas.
- ▶ Que las proyecciones de gastos hechas en el ámbito de la política de reducción de los déficit, son también extremadamente optimistas. Frente al problema de la recapitalización necesaria de los bancos, son completamente irrealistas.

En estas condiciones, este plan de estabilización del déficit público es condenado al fracaso y es probable que España esté obligada a pedir ayuda del Fondo europeo de estabilidad financiera (FESF) lo que, en el estado, y delante de las fuertes reticencias de ciertos países de aumentar el volumen, conduciría a la explosión de este dispositivo.

Hay que anotar que, hasta para Francia e Italia, el choque de ajuste es elevado y hace improbable una estabilización de la deuda a su nivel de 2010. Suponiendo que tales choques sean socialmente soportables, su impacto acumulado sobre una parte de la zona euro sumergiría esta última en una depresión profunda. Entonces, si el crecimiento se desmorona a finales del 2011 y en 2012, los objetivos de estabilización importante de la deuda no podrán ser tenidos a pesar de los esfuerzos consentidos.

4. ¿Un *default* inevitable ?

El *default* parece pues la sola opción posible por lo menos para 4 países : Grecia, Irlanda, Portugal y España. La pregunta de ahora en adelante no es de saber si este *default* se efectuará, sino cuando se efectuará.

De este punto de vista, los países más frágiles son Grecia e Irlanda. Los *spreads* [1] sobre la deuda pública para estos dos países convergen, y se sitúan en un nivel particularmente elevado. Pero hay que saber que España constituye también un fuerte riesgo debido a la inmensa deuda de sus agentes privados y a la necesidad de trasladar una parte de sus deudas al poder público (en particular el de los establecimientos bancarios entre los que 30 vieron su nota degradada el 24 de marzo 2011).

Gráfico 1



Fuente : Dispon Francia-Tesoro.

El argumento más probable es la combinación de problemas insolubles económicos y sociales para Grecia e Irlanda, y de una degradación de las condiciones de préstamo de España que fuerza este último país a pedir ayuda al FESF, con las consecuencias probables que esto arrastraría. La oportunidad de un *default* de unos o dos países para el invierno 2011-2012 parece pues como muy probable.

Los tipos de interés a los cuales están sometidos actualmente estos países que devuelven la deuda naturalmente son explosivos : la deuda engendra deuda. Sólo la borrar una parte de la deuda pública (aumentada de una parte por la deuda privada en el caso de España) les permitiría reencontrar una solvencia. El *default* o la reestructuración (*default* parcial) es pues para ellos la única solución a corto plazo.

Pero si el *default* tiene lugar en la zona euro, esto obligaría a otros miembros de esta zona a financiar directamente estos cuatro países para el nuevo déficit presupuestario, en la medida en que se verían, por un tiempo, excluidos de los mercados financieros.

5. - *Default* y salida del euro

Técnicamente, el *default* no implica la salida del euro. Si él plantea problemas temibles a los bancos (en Alemania, Francia, los Países Bajos y Bélgica en particular), entonces queda factible.

Anotemos sin embargo que el choque sobre los bancos sería tal que el plantearía el problema del financiamiento conjunto tanto de la nueva deuda, como de las medidas destinadas a reencontrar la competitividad en un país como Francia. No vemos solución sin monetización importante de esta deuda y sin control público sobre estos establecimientos (bancos y seguros) con el fin de evitar todo pánico.

Cuadro 5 Importe de los créditos poseídos por ciertos países sobre los 4 países en dificultad

Deudas emitidas por :

Detenido total por los bancos y los seguros	España	Irlanda	Grecia	Portugal	TOTAL
Francia	64,3	17,0	74,5	43	198,8
Alemania	81,5	21,4	36,6	22,8	162,3
Holanda	19,8	3,6	6,4	5,8	35,6
Bélgica	16,1	4,9	17,4	7,6	46,0

Fuente : NATIXIS, Flash Economía, n°212, el 22 de marzo de 2011.

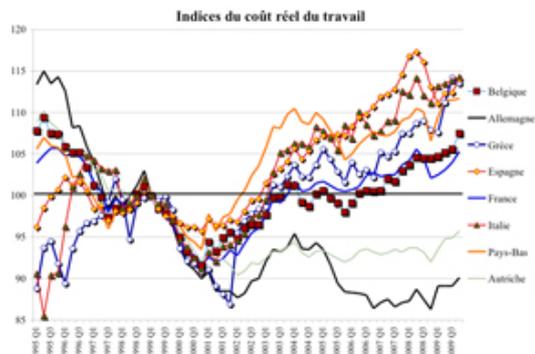
Pero, en ese caso, habría que perennizar una estructura de transferencias presupuestarias de los países « excedentes » de la zona (Alemania, Finlandia, Holanda) en provecho de estos 4 países. Pero vemos bien, con las evoluciones recientes y las políticas alemanas, que esto no es posible. Alemania no está dispuesta a asumir la transferencia del equivalente a 2 puntos de PIB al año hacia los países del « sur » de la zona euro.

Zona euro : los defaults son inevitables

Entonces, sin tales transferencias, es imposible compensar las diferencias de productividad, y es inevitable que la deuda - pública o privada - arranque de nuevo en estos países en cuanto el *default* sobre la deuda llegue. Sólo una devaluación importante esta en condiciones de permitirles reencontrar la competitividad perdida frente a Alemania.

Por otra parte, esta devaluación les permitiría también reencontrar su competitividad frente al resto del mundo donde el euro, a su curso actual, les penaliza mucho y de forma duradera.

Gráfico 2



Fuente : OCDE

Cuadro 6 Parte del comercio exterior redituada a los consumidores (datos de 2009)

	Importaciones	Exportaciones	Media
Portugal	54,6%	60,2%	57,4%
Bélgica	55,3%	57,0%	56,2%
Francia	52,4%	45,1%	48,8%
Luxemburgo	52,7%	41,7%	47,2%
Grecia	47,3%	39,6%	43,5%

Fuente : Base estadística de OCDE

Hay que señalar aquí que la suma de la elasticidad sobre las importaciones y las exportaciones muestra que si España no tiene ningún interés ni en una salida del euro (ni en un euro débil), no va igual para Grecia, Francia, Irlanda y Portugal que serían ampliamente beneficiarios en tal situación [2]. Esto traduce tanto la estructura de los aparatos productivos de estos países, como su exposición a los costos de la energía importada, muy bajo en el caso de Francia.

Esto acredita la idea que una salida del euro (acumulada a un *default*) es una solución que se impone para Grecia e Irlanda. Ella podría serlo para Portugal.

Pero, en ese caso, el interés de Francia sería también de hacer defección de la zona euro.

Conviene pues mirar la realidad enfrente. Unos o dos *defaults* sobre la deuda soberana se producirán de aquí a un

año en la zona euro, acompañados por la salida en catástrofe de estos países de la moneda única. Otros países (Portugal y sobre todo España) pedirán ayuda del FESF, haciendo insostenible este dispositivo. Las consecuencias políticas y psicológicas serán enormes.

Más bien que de sufrir, hay que elegir. La Francia debe plantearse de saber si la conservación en el estado de la zona euro tiene para ella todavía un sentido, teniendo en cuenta estos *defaults* y sus consecuencias. Una catástrofe plenamente anticipada puede ser reducida, pero una catástrofe al imprevisto es siempre mortal.

* **Jacques Sapir**. Director de estudios en EHESS y director del CEMI-EHESS.

[MdL](#). París, 3 de abril de 2011

Traducido del francés para [El Correo](#) por : Carlos Debiasi

[\[Licencia Creative Commons\]](#)

Este obra está bajo una [licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivadas 3.0 Unported](#). Basada en una obra en www.elcorreo.eu.org.

[El Correo](#). París, 9 de abril de 2011.

[1] Término inglés utilizado en los mercados financieros para indicar el diferencial de precios, de rentabilidad, crediticio, etc., de un activo financiero respecto a otro.

[2] P. Artus (red). « ¿Qué países serían los ganadores de una regresión fuerte del euro ? », Flash Economía, n ° 245, Natixis, París, el 1 de abril de 2011.