

Crisis de Deuda Soberana en el Atlántico

Pese a las presiones, las autoridades deben continuar con políticas prudentes, reforzando la institucionalidad financiera y no dando señales de ceder a demandas de gastos sociales o educacionales exageradas, ligadas a reformas tributarias o regulatorias importantes, que afectan la confianza del inversionista y del consumidor, en momentos delicados y complejos para las expectativas.

Durante las últimas semanas y los últimos días la tónica ha sido una fuerte volatilidad, que se ha ubicado en torno al 40%, a la altura de lo alcanzado en los años 2007 y 2008 durante la crisis financiera pasada, que se agudizó con la caída de Lehman Brothers y dio origen a “la gran recesión”, de la cual ha costado bastante salir. En realidad, las salidas de una crisis financiera tienen características cíclicas especiales y son lentas, con episodios a veces, de regresión, como lo explica Rogoff en su estudio reciente sobre las crisis¹.

Por otra parte, Robert Barro, profesor de Harvard y miembro de la Sociedad Mont Pelerin, en un reciente artículo en el Financial Times nos señala: “la crisis global está siendo seguida por nuevas crisis de los gobiernos. Sabemos que los desafíos fiscales para los

miembros más débiles de la eurozona son advertencias tempranas, tal como lo son los análogos problemas en los gobiernos de los estados de Estados Unidos, afectados por problemas de financiamiento en las pensiones y salud que constituyen pasivos significativos. Sin una acción oportuna, esta nueva crisis de competencia estatal puede pronto llegar a ser tan dañina y grave como su predecesora financiera”.

En consecuencia, si bien se está saliendo lentamente de un episodio crítico intenso, se está entrando en otro, que puede tener una intensidad parecida a los dos lados del Atlántico, si no se toman prontamente las dolorosas medidas necesarias para prevenirla. Respecto a esto último, se puede ver sólo un riesgoso cumplimiento parcial.

El segundo rescate de Grecia, en su crisis de deuda soberana, fue una carrera contra el tiempo para evitar un *default* en julio pasado y dar, asimismo, una señal de cierta estabilidad bajo el supuesto de cumplimiento de un programa de ajuste exigente que no cuenta con amplia aceptación

interna. La solución ideada por la Comunidad Económica Europea y el Fondo Monetario para Grecia es insuficiente y temporal e implica, además, una continua transferencia de recursos de los miembros más ricos de la Unión Monetaria Europea a Grecia, que en el fondo, no tiene ni tendrá capacidad para pagar la deuda, aún en el mediano plazo. Asimismo, tampoco hay acuerdo en Alemania para participar en esa transferencia continua de recursos para los miembros periféricos de la Eurozona.

Esta precaria solución para Grecia tiene, además de sí misma, otros elementos que inquietan a los mercados, como el “*default selectivo*”, que consiste en reducir la deuda en un 20% y las tasas de interés para acreedores soberanos y bancarios, con lo cual se genera un descuento, un “*hair cut*”, que, no siendo muy alto, puede no ser el último, sino el primero. Adicionalmente, está la intervención del Banco Central Europeo, no sólo para comprar deuda de Grecia, Portugal e Irlanda, sino también de España e Italia, ahora último, por 22 billones de euros, lo cual afecta la credibilidad del Banco Central Europeo, por actuar en un área en que no había incursionado y que puede también generarle pérdidas significativas, si no puede transferir esos bonos soberanos, que llegan a E 100 billones, a un eventual fondo especial del European Stability Facility, que está por crearse y sobre el cual no hay total acuerdo político.

En el caso de la deuda de Estados Unidos (EE.UU.), se estuvo también al borde del abismo, con efectos de fuerte tensión en los mercados financieros, en los últimos días, antes del 2 de Agosto, límite en que se logró, finalmente, un mal acuerdo, en el Congreso y con el Presidente Obama, a última hora y fue seguido de una rebaja de la clasificación soberana de EE.UU., por Standard & Poor de AAA a AA+, con sesgo negativo. Posiblemente, esta rebaja de clasificación no es correcta, si se considera que Francia mantiene la triple A y que Fitch confirmó la triple A estable, para Estados Unidos.

A esta última baja de clasificación se suman informaciones negativas de crecimiento de Estados Unidos del primero y segundo trimestre de este año (1,3 y 0,4%), a lo que se agregó una baja de la actividad industrial de carácter global y debilidad persistente del mercado laboral de Estados Unidos, aunque con una ligera leve mejoría en las cifras de julio (117.000 nuevos puestos de trabajo) y también en la última semana. Todo lo anterior, junto a las bruscas variaciones de señal de costo del crédito (*Credit Default Swaps*, CDS) de Italia y España en Europa, ha llevado a la tensión y baja en los mercados de renta variable y a sus fluctuaciones posteriores, por el temor de caer en una fase recesiva del ciclo económico de Estados Unidos y un contagio amplio en Europa, que incluiría a España y Francia, que podrían aproximarse a un *default*, al no encontrar refinanciamiento de su deuda en los mercados financieros.

Debido a la dinámica financiera, cada vez más exigente, con las economías vulnerables o con problemas soberanos de deuda o con debilidad política, como España e Italia, los ajustes que deben hacer son, también, sucesivamente mayores y reducen el bajísimo crecimiento o llevan a crecimiento negativo, acompañados de una baja productividad, lo cual dificulta mucho el pago futuro de la deuda.

Frente a estos problemas a ambos lados del Atlántico creados, en parte no menor, por los políticos europeos y norteamericanos, por el Estado de Bienestar y los programas sociales y de salud de alto costo, la respuesta de esos políticos ha sido consistentemente más lenta y menos efectiva, que lo que esperan los mercados, de manera que eso produce episodios de volatilidad marcada y riesgo de facilitar el contagio, efectos negativos en la confianza del inversionista y del consumidor y riesgos de caer en una nueva recesión, para el mundo desarrollado.

El último informe (*Statement*) del Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Fed (de la semana pasada), muestra que quedan pocos recursos e instrumentos monetarios para estimular las economías desarrolladas y, debido a los altos déficit gubernamentales y a la amplia liquidez entregada, en los programas de estímulo anteriores, se está en una fase de retiro de estímulos, especialmente fiscales. Además, hay limitaciones políticas crecientes en Estados Unidos y Europa, por razones electorales o políticas, cada vez más visibles, a medida que se acentúa el ciclo político para una expansión fiscal o estímulo monetario.

La interrogante de si es inevitable una recesión, especialmente en Estados Unidos y Europa, es difícil de despejar, aunque algunos de los economistas y analistas más destacados, incluidos el Ministro de Hacienda y el Presidente del Banco Central, piensan todavía que es evitable. Lo que no parece evitable es la alta volatilidad de los mercados, que nos acompañará por un tiempo prolongado.

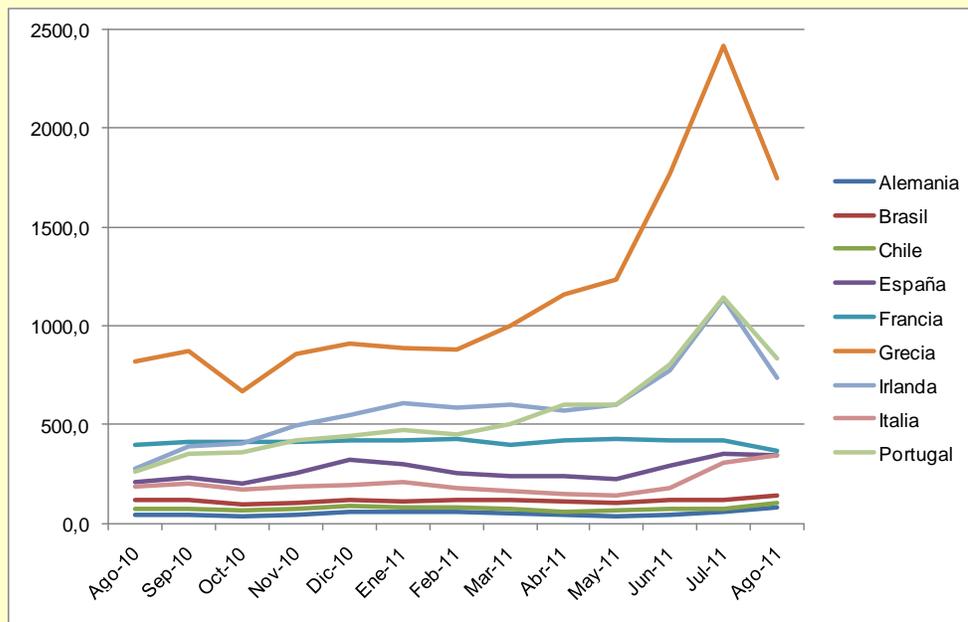
A las economías emergentes, que hasta ahora muestran solidez económica y estabilidad política, la volatilidad puede no afectarlas mucho, incluso pueden producirse desacoplamiento en los mercados. Pero una recaída de recesión en Estados Unidos, más que en Europa, puede tener efectos negativos que pudieran traducirse en deceleración económica y mayores niveles de desempleo, especialmente, en algunos sectores de sus economías, más ligados comercial o financieramente a Estados Unidos o Europa. En el plano financiero del crédito, no es tan alto el riesgo, como en la pasada crisis financiera 2007-08, de los problemas de disponibilidad o costo del crédito. Respecto a esto último, existe, asimismo, un riesgo adicional, que es el "riesgo regulatorio" en Estados Unidos y Europa, sin embargo, se tiene la expectativa que, en vista del ambiente

sobrecargado de riesgos para la economía global, no se harán exigencias regulatorias imprudentes a la banca.

Cuadro Nº 1

COMPARACIÓN CDS DISTINTOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA Y LATINOAMÉRICA

	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Ago-11
Alemania	44,3	39,0	32,0	38,8	53,1	59,2	53,2	46,5	45,0	36,7	40,7	60,2	77,6
Brasil	116,0	118,2	96,5	104,3	116,3	106,0	119,5	117,0	107,1	101,1	115,0	116,6	140,0
Chile	75,0	75,2	63,6	75,3	87,0	79,8	81,3	71,0	58,1	61,8	74,3	75,0	99,2
España	208,2	232,0	200,3	250,6	320,0	295,0	252,4	238,3	234,3	225,5	288,7	349,0	345,7
Francia	399,8	409,6	413,6	415,0	418,1	419,0	428,4	398,1	415,5	428,2	418,6	416,2	366,4
Grecia	821,3	872,8	668,6	857,0	909,5	890,4	877,1	1000,0	1155,0	1235,0	1769,7	2415,1	1748,6
Irlanda	273,9	391,3	401,7	495,5	543,5	611,3	585,0	602,7	570,0	603,3	770,0	1133,7	735,9
Italia	186,1	196,8	167,9	181,6	196,0	204,8	179,3	164,0	143,7	139,3	177,4	306,1	341,5
Portugal	262,3	348,7	359,6	416,3	439,6	472,2	450,0	505,5	598,4	596,5	803,2	1146,3	832,5



Fuente: Bloomberg.

Chile está en situación económica sólida, aunque integrada al mundo, con alto crecimiento, estabilidad de precios, equilibrio fiscal razonable, fuerte posición externa, sistema financiero sólido y bajísimo endeudamiento público. Los aspectos más vulnerables son, probablemente, inflación, términos de intercambio, nivel de crecimiento económico, productividad, competitividad, sistema de pensiones y mercado laboral.

Existe también una fuerte dependencia comercial de China, que probablemente no sea proclive a afectarse significativamente, por episodios recesivos moderados en Europa y Estados Unidos. El CDS de

Chile está en 99, por debajo de Francia, Italia, España, Brasil y otras economías desarrolladas y emergentes.

En cuanto a políticas públicas, las autoridades deben continuar con políticas prudentes, reforzando la institucionalidad financiera y no dando señales de ceder a demandas de gastos sociales o educacionales exageradas, ligadas a reformas tributarias o regulatorias importantes, que afectan la confianza del inversionista y del consumidor, en momentos delicados y complejos para las expectativas.

Respecto a los instrumentos más adecuados para sortear los impactos de una deceleración global en la economía chilena, el más importante y flexible es la política monetaria, tal como está probado. En segundo lugar, se encuentra la contención del gasto fiscal y en tercer lugar, la estabilidad en las políticas públicas económicas, que aumentan la base de confianza.

¹ Reinhart, Carmen M. y Rogoff, Kenneth. "Is the 2007 U.S. Sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison". National Bureau of Economic Research. Working Paper 13761, enero 2008.