

# El Riesgo del Endeudamiento: La Crisis de la Deuda Soberana y posibles Implicaciones

Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 8. p. 129-147. Medellín, enero-junio de 2012

Hermilson Ardila\*, Christian Lochmüller\*\*,  
José Ignacio Márquez\*\*\*, Alejandro Peña\*\*\*\*

\* Pregrado en Economía, Universidad Nacional de Colombia. Magíster en Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia. Profesor en la Escuela de Ingeniería de Antioquia. Correo electrónico: hardila@eia.edu.co

\*\* Pregrado en Administración de Empresas, Universidad de Marburgo. Magíster en Ciencias de la Informática, Universidad de Wales. Profesor en la Escuela de Ingeniería de Antioquia. Correo electrónico: pfchlo81@eia.edu.co

\*\*\* Pregrado en Ingeniería Civil, Universidad de Medellín. Candidato a doctor. Profesor de cátedra Universidad Nacional de Colombia. Profesor de tiempo completo en la Escuela de Ingeniería de Antioquia. Correo electrónico: pfjomar@eia.edu.co

\*\*\*\* Pregrado en Ingeniería Mecánica, Universidad Nacional de Colombia. Magíster en Ingeniería de Sistemas, Universidad Nacional de Colombia. Ph.D. en Ingeniería, Universidad Pontificia Bolivariana. Profesor en la Escuela de Ingeniería de Antioquia. Correo electrónico: pfjapena@eia.edu.co

## EL RIESGO DEL ENDEUDAMIENTO: LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA Y POSIBLES IMPLICACIONES

Hermilson Ardila, Christian Lochmüller, José Ignacio Márquez, Alejandro Peña

### **Resumen**

Debido a la crisis financiera mundial desatada entre los años 2007 y 2008, y la cual se propagó rápidamente hacia el sector real, muchos gobiernos salieron al rescate de los bancos, aumentando significativamente sus niveles de endeudamiento y, en particular, de su deuda soberana. De esta manera, muchos países alcanzaron niveles de endeudamiento insostenibles, por lo que los bancos centrales inyectaron liquidez a los mercados y extendieron sus balances a la compra de activos de países y empresas en crisis, con el fin de garantizar el buen funcionamiento del sistema financiero. Es por esto que en este artículo se lleva a cabo un análisis de los niveles de endeudamiento de los países como resultado de este proceso, y se presentan una serie de reflexiones en cuanto a los impactos y las consecuencias que estos puedan tener en el corto y mediano plazo, sobretodo en el pronóstico de las magnitud de estos impactos.

**Palabras clave:** Endeudamiento, Deuda soberana, Crisis financiera, Bancarrota, Pronóstico, PIB.

### **Abstract**

Due to the global financial crisis unleashed between 2007 and 2008 and which quickly spread to the real sector, many governments did come out to rescue banks, significantly increasing their debt levels and, in particular, debt sovereign. Thus, many countries have reached unsustainable levels of debt, so that central banks injected liquidity to markets and expanded its balance sheet to buy assets of countries and companies in crisis, in order to ensure the smooth functioning of financial system. That is why in this article provides an analysis of the levels of borrowing countries as a result of this process, and presents a series of reflections about the impacts and the consequences that these may have in the short and medium term, especially in predicting the magnitude of these impacts.

**Keywords:** Indebtedness, Sovereign Debt, Financial Crisis, Bankruptcy, Forecast, GDP

# El Riesgo del Endeudamiento: La Crisis de la Deuda Soberana y posibles Implicaciones

Hermilson Ardila, Christian Lochmüller, José Ignacio Márquez, Alejandro Peña

Recibido: 4 de marzo de 2012. Aprobado: 16 de junio de 2012  
Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 8, pp. 129-147. Medellín, enero-junio de 2012

## 1. Introducción

La crisis que nació en el sector financiero de los Estados Unidos en el año 2007 se propagó rápidamente hacia el sector real de la economía y a muchos países, lo que produjo una caída en su desarrollo económico (Ritholtz, 2009), (El Colombiano, 2009), (Dinero, 2010), así como en el bienestar de mucha gente. EE.UU. cuenta con más de 46 millones de personas que dependen de los subsidios del Estado americano, los cuales se traducen en bonos para la compra de alimentos (foodstamp program: el programa de subsidio para comida) (Dean, 2012). Por otra parte, los precios de la propiedad raíz, según el Case-Shiller Index, han mantenido un comportamiento hacia la baja (Kowalski, A., 2012) lo que ha generado que mucha gente haya entrado en cesación de pagos en sus hipotecas, perdiendo sus propiedades. Por su parte, en Europa el desempleo de los jóvenes menores de 25 años

de edad, cruzó en España y Grecia la tasa de 45% (Reuters, 2012), y en los países árabes ha alcanzado cerca del 90% (Weber, 2012). En Colombia, esta crisis se ha manifestado en una caída significativa en la tasa del crecimiento del PIB (Producto Interno Bruto) con respecto al periodo de 2007 hasta 2009 (The CIA World Factbook, 2010). Sin embargo, muchos indicadores en Colombia han mostrado comportamiento mucho más favorables que en países desarrollados.

Analizando la crisis financiera mundial se puede concluir que los procesos implementados para la gestión de riesgos, han presentado falencias significativas bajo estrés (Greenspan, 2008), y finalmente, muchos Estados han tenido que asumir los costos que se generaron para evitar una insolvencia de instituciones como Goldman Sachs, Fannie Mae y Freddie Mac, entre otras, en donde estos rescates fueron financiados principalmente por deudas nuevas. Por consi-

guiente, los niveles de endeudamiento han aumentado significativamente generando un crecimiento económico moderado o negativo en los países desarrollados, por lo que surge la preocupación no solo de empresas, sino también de Estados por asumir una posible bancarrota. Actualmente, Estados como Grecia, Portugal, Japón e incluso Italia, han estado en los últimos tiempos en la mira de los políticos, bancos, clasificadores de riesgo e inversionistas. Bajo este panorama, Colombia ha sido un simple espectador, por lo que surge el interrogante, ¿qué tan relevante son estos desarrollos fuera de Colombia para las empresas nacionales?

De acuerdo con lo anterior, este artículo está organizado de la siguiente forma: en primera instancia se presenta un marco contextual, el cual desarrolla una serie de conceptos relacionados con el endeudamiento y la deuda soberana de los países, así como los niveles de sostenibilidad de ésta, y el papel de los bancos centrales. Luego, se abre una discusión sobre las consecuencias de los altos niveles de la deuda soberana y se presenta una serie de reflexiones sobre los posibles impactos de este endeudamiento. Finalmente, se muestra una serie de conclusiones y recomendaciones, que permitirán el desarrollo de trabajos futuros en esta área del conocimiento, en cuanto al pronóstico y la predicción de este tipo de crisis y sus efectos en un corto y mediano plazo, a

partir de tiempos de calma financiera de los mercados.

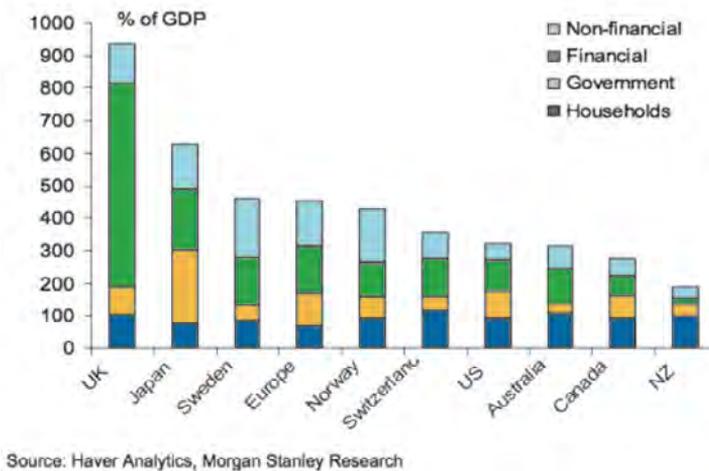
## 2. Marco contextual y conceptualización

### 2.1 El endeudamiento

No es nuevo que los Estados han llegado a puntos en los cuales no pueden responder más por sus deudas. Lo que sí es nuevo es el nivel de la globalización de esta problemática. Muchos, no solo en Colombia, se preguntan por lo que va a pasar en un mediano y corto plazo, o si los primeros países oficialmente declaran su ruina. Es por esto que el mercado financiero, tanto a nivel mundial como en Colombia, debe responder a las siguientes preguntas: ¿Cómo va a desarrollarse el posible "efecto dominó" de la crisis? ¿Cuáles van a ser las consecuencias de la crisis en el mundo y en Colombia? ¿Cómo se va a ver afectado el estándar de vida de los colombianos? Es así como los medios de comunicación en todo el mundo no ofrecen mucha orientación, ya que las noticias cambian básicamente todos los días. En las últimas semanas y meses en Europa se han reunido continuamente representantes de los gobiernos con el fin de buscar soluciones al problema de la deuda pública, mientras que en los EE.UU. se llevarán a cabo elecciones presidenciales este año, lo que genera un cambio de escenarios frente a esta crisis. Las señales de los mercados

tampoco han sido claras y parece que los actores actualmente quedan en espera, ya que en enero de 2012 el volumen de las acciones transadas en las bolsas en EE.UU. bajó, alcanzando apenas el volumen del año 1999 (Durdén, 2012). Por su parte, el precio de la onza de oro, considerado tradicionalmente como un *commodity* con alta demanda en tiempos de crisis, ha alcanzado valores por encima de los 1.600 dólares (Reuters, 2012), mientras que los bancos centrales, sobre todo la FED (Federal Reserve System) y la BCE (Banco Central Europeo), han ampliado cada vez más sus balances al comprar bonos de Estado y realizar préstamos a los bancos,

por lo que el mundo se encuentra cada vez más a la expectativa de lo que va a pasar con la deuda pública, lo que significa claramente una mala señal y falta de oportunidades para inversionistas en los mercados de los países desarrollados. Bajo esta situación de complejidad e incertidumbre, se hace necesario el análisis de la parte cuantitativa con respecto al porcentaje del PIB que una deuda representa para un país, esto con el fin de evaluar la calidad crediticia de un solicitante de crédito, la calidad de los Estados y de su deuda. La Figura 1 muestra la situación de los países que pertenecen al denominado grupo G10.



**Figura 1.** Deudas en porcentaje del PIB. Tomado de Sanders, 2011

La Figura 1 muestra como indicador la deuda total como porcentaje del PIB de un país, y en donde el Reino Unido presenta una deuda total casi 10 veces más

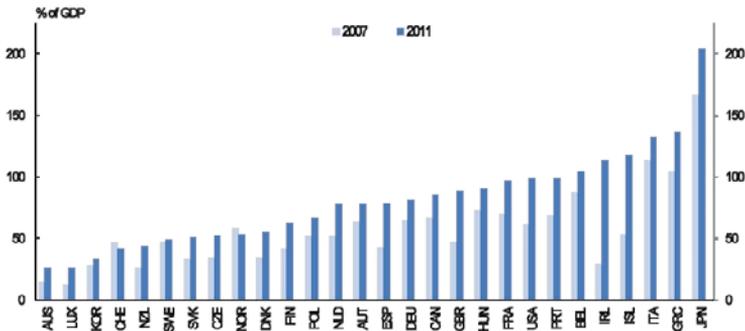
alto que el PIB del país. Esto se debe en gran parte a que la deuda que se encuentra en el sector financiero, todavía es consecuencia directa de la crisis

financiera del año 2007, ello aunado al pago de intereses sobre la deuda. Es por esto que se puede concluir que muchos de estos países muestran gastos y deudas muy altos en relación con su poder de generar ingresos (PIB) para financiar estos gastos (Sanders, 2011). Un valor alto de la deuda en relación con el PIB es aceptable, siempre y cuando la economía de un país está creciendo rápido, ya que los ingresos futuros pagarán la deuda más rápidamente. Desafortunadamente, las tasas de crecimiento de las economías G10 actualmente son muy moderadas o negativas.

## 2.2 La deuda pública

De acuerdo con el análisis de la deuda pública de los países, la situación actual, según la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos), se puede observar en la Figura 2.

De acuerdo con la Figura 2 se puede observar que la deuda pública en Japón ya ha superado la marca de los 200% (la deuda soberana es veinte veces el PIB) mientras que Grecia, Italia, Islandia, Irlanda, según esta Figura están claramente por encima del 100%, y países como Bélgica, Portugal y Estados Unidos, están actualmente ubicados alrededor de la marca de 100%. Con respecto a estos niveles, la pregunta que surge es, si estos niveles todavía son sostenibles, ya que niveles más altos de endeudamiento, normalmente aumentan los costos del financiamiento y limitan el margen de acción de cualquier Estado. En este contexto es importante recordar los criterios del contrato de Maastricht del año 1993, el cual define que la relación entre la deuda pública bruta y el PIB no debe superar el 60%, en donde esta relación



Source: OECD Economic Outlook 89 Database

**Figura 2.** Deuda pública en porcentaje del PIB. Tomado de Elmeskov, J.; Sutherland, D., 2012

conforma uno de los criterios para decidir si un país califica para poder ingresar a (o quedarse en) la Unión Europea. Actualmente la realidad es otra (Eurostat, 2011), y muchos países se encuentran relativamente lejos de este límite del 60%, como muestra también la Figura 2. Finalmente, se ha convertido en un indicador aceptado de nivel de deuda soberana, en donde otro por encima de 60-90% del PIB es considerado insostenible, y afecta negativamente el crecimiento económico de un país (Reinhart & Rogoff, 2010), (Das, 2012).

Agregando a este análisis el tiempo como parámetro adicional, Bass destaca que desde el año 2002, hasta el 2011, el total de la deuda global del mercado de crédito, ha crecido a una tasa compuesta del 11% anual, pasando de \$ 80 billones a aproximadamente \$ 200 billones de dólares. Durante el mismo período, el PIB real mundial sólo creció a una tasa compuesta anual de aproximadamente el 4% (Bass, J. K., 2011). Esto demuestra, que existe no solo una brecha entre la deuda y el PIB, sino también en la tasa de crecimiento de estos dos indicadores, lo que hace que la brecha se abra cada vez más, y el volumen de dinero que se tiene que financiar es cada vez más elevado. Esta problemática, se puede expresar de manera un poco más formal a través de la siguiente expresión (Das, 2012):

$$\text{Cambios en la Deuda Soberana} = \text{Déficit Fiscal} + [(\text{Tasa de interés} - \text{Crecimiento del PIB}) * \text{Deuda}] \quad (1)$$

La Ecuación (1), permite calcular que tan alta tiene que ser la tasa del crecimiento del PIB, para que un Estado no tenga que endeudarse más, dado un costo promedio en los mercados de capitales para financiar la deuda. Según Satyajit Das (Das, 2012), quien realizó este cálculo para Italia, país co-fundador de la Unión Europea, y con Grecia como punto de partida del desarrollo técnico, económico, político y cultural de Europa, destacó que Italia necesita un crecimiento del PIB alrededor de 7,2% anual, asumiendo actualmente un costo promedio de financiación de 6% anual, y un nivel de 120% como relación entre deuda soberana y PIB. Si se toma en cuenta que los pronósticos para Italia cuentan actualmente solo con un crecimiento entre 1 y 2% anual, Satyajit Das concluye que Italia tiene que reducir su nivel de deuda soberana, o aumentar el crecimiento del PIB de manera significativa, con el fin de evitar problemas de solvencia en un futuro. Este ejemplo refleja la situación para varios países que ya han superado la marca de 90% en la relación entre deuda soberana y PIB. Sin embargo, existen diferencias entre países, no solo con respecto al nivel de endeudamiento, sino también con respecto a los dueños de esta deuda, es decir, se marca una diferencia entre los dueños de proveniencia

nacional o internacional. Por ejemplo, en el caso de Grecia, aproximadamente 90% de su deuda pública se facilitó por acreedores extranjeros. En Japón, la situación es básicamente al revés (Das, 2012), lo que significa que Grecia depende mucho más del extranjero para financiar su deuda que Japón. Además, factores como la estructura de la deuda, su vencimiento y su costo difieran entre países. Los EE.UU., por su parte, tienen en este contexto la ventaja de que su deuda es valorada en su propia moneda, lo que significa que un cambio en el precio del dólar –por ejemplo causado por inflación– automáticamente cambia el valor de la deuda. Sin embargo, la variable más importante probablemente es el crecimiento del PIB, porque éste influye principalmente en la capacidad de pago de un país, asumiendo que muchos gastos del Estado son fijos, como por ejemplo, el pago del subsidio para las 46 millones de personas que son parte del programa de subsidio para comida (que reciben los *foodstamps*).

En comparación con la deuda privada –crédito de consumo– la deuda pública actualmente está caracterizada por una diferencia importante, y es que esta última en realidad casi nunca se paga en su totalidad. Esto significa que los Estados actualmente, en particular estos con alto nivel de endeudamiento, generalmente están solo refinanciando su deuda cuando llega la fecha de vencimiento. Este sistema, finalmente, pue-

de terminar en un esquema Ponzi, que implica el pago de intereses a los inversionistas de su propio dinero invertido, o del dinero de nuevos inversionistas.

## 2.3 Los bancos centrales: de protectores de la inflación a estabilizadores del sistema financiero

De lo anterior surge la pregunta: ¿Cuál es actualmente el papel de los bancos federales (bancos centrales) en todo este sistema de la financiación de la deuda soberana? Si el gobierno de un país necesita dinero, éste puede emitir bonos, como por ejemplo, los TES en Colombia (títulos de deuda pública doméstica, emitidos por el gobierno y administrados por el Banco de la República). Es decir, el Estado entrega bonos al banco federal, y éste, a su vez, recibe dinero del banco federal, teniendo el monopolio de crear (“imprimir”) dinero, además de que el banco federal presta también a los bancos. En el marco de la crisis financiera hasta hoy en día, muchos bancos federales, sobre todo la FED en EE.UU. y la BCE en Europa, practicaron una política monetaria expansiva, con el fin de facilitar suficiente liquidez y reducir el estrés en el sector financiero, evitando finalmente la bancarrota de los bancos que son relevantes para el funcionamiento del sistema. Esto no significa que los bancos no se han quebrado; sólo en EE.UU. se quebraron desde el año 2007 hasta el final de enero de

2012, alrededor de 420 bancos (Federal Deposit Insurance Company, 2012). La intención fue rescatar los bancos “*más relevantes*” o los “*toobigtotofail*”. Para evitar este hundimiento. ¿Cómo facilitaron los bancos federales esta liquidez? Primero, los bancos federales definieron tasas de interés muy bajas, por debajo de 1%, a menudo casi 0% anual, esto para incentivar que los bancos se endeudaran con el banco federal, y entregaran a su vez estos dineros a las empresas para que éstas realicen inversiones en la economía real. Pero ahora, con tasas de intereses tan bajas, los bancos federales no pueden utilizar más las tasas de interés como herramienta para incentivar y estimular la economía.

Por lo tanto, y como segunda medida, los bancos federales han comprado bonos en Europa, sobre todo los bonos emitidos por los Estados que están en necesidad de liquidez. Es decir, los bancos federales a menudo han comprado bonos de mala calidad, lo que ha activado esto en sus balances. Estas acciones se realizaron en un volumen considerable, lo que hizo que la suma del balance del ECB se inflara al final del año 2011 a un valor de 2,73 billones de Euros, y por lo cual los activos del ECB equivalen ahora a casi el 30% del PIB en la Euro zona. Por su parte, este valor es mucho mayor que la cartera de la Reserva Federal en EE.UU., que tiene un balance de \$ 2,9 billones de dólares lo que equivale aproximadamente al 19% del PIB

de EE.UU (Hilsenrath, J.; Blackstone, B., 2012). Ambos casos tienen en común que los bancos centrales compraron activos de países o empresas endeudados, lo que finalmente significa que las deudas se socializaron. Para tener una idea más concreta del volumen se pueden comparar las cifras con Colombia, donde el total de los activos en el balance del banco de la República de Colombia tuvieron apenas un valor de 78.080.988.727 miles de pesos el 30 de noviembre de 2011 (Banco de la República de Colombia, 2011), lo que actualmente equivale aproximadamente a 44 mil millones de dólares.

Esto, junto con tasas de interés tan bajas, significa que se inyectó liquidez en grandes volúmenes a los mercados (QE, quantitative easing). En otras palabras, los bancos centrales crearon dinero a gran escala. Con esta política los bancos centrales ampliaron su rol tradicional del protector del valor de la moneda (*inflation targeting*), y comenzaron a buscar la estabilidad del sistema financiero (Bernanke, 2011). El problema hasta el momento no ha sido la inflación, sino el endeudamiento, sin embargo, parece que actualmente estas inyecciones de dinero (*deficit spending*) no han funcionado fuera del sector financiero, lo que se ve reflejado en el crecimiento de las economías, las cuales no han crecido lo deseado, lo que ha mostrado el estancamiento de la liquidez sobrante en las cuentas de los bancos centrales.

Por ejemplo, con la fecha de corte del 22 de enero de 2012, se encontró que los bancos de la Euro zona, colocaron rápidamente 491.780 mil millones de Euros a muy corto plazo en las cuentas del BCE. Estos dineros reciben a cambio intereses de 0,25% anual. En tiempos normales, la posibilidad de “parquear” dineros a corto plazo con el banco central no es una opción (Bogs, 2012). De acuerdo con lo anterior, se concluye que los actores en los mercados están esperando lo que va a pasar con la crisis. Cabe recordar que según la teoría keynesiana, se recomienda que el *deficit spending*, sea una medida de coyuntura y no de crecimiento (Scherf, 1986). El problema que se presenta actualmente, cuatro años después del inicio de la crisis en EE.UU., no se puede calificar más como un problema de coyuntura.

Si se analiza el sistema de TARGET2, que es el sistema que utiliza el BCE para realizar transferencias entre países en Europa, se puede ver que la crisis en ese continente finalmente es de balances comerciales. Para ilustrarlo, el saldo de TARGET2 de los bancos federales de Alemania y de Holanda, muestran saldos muy positivos, mientras los países en el sur de la Euro zona muestran saldos muy negativos, consecuencia de que el valor de las importaciones de productos en estos países ha superado ya por mucho tiempo el valor de las exportaciones. Es decir, el sistema TARGET2 finalmente refleja la magnitud

de los desequilibrios en los balances comerciales en la euro zona, y una vez más confirma las grandes diferencias en el nivel de desarrollo económico entre sus países (Sinn & Wollmershäuser, 2011). En la realidad TARGET2 ahora es un sistema de créditos entre bancos centrales en Europa.

### 3. Discusión y reflexión

Los altos niveles del endeudamiento público, aunados al poco desarrollo y crecimiento económico, y la política del dinero barato, configuran una situación única en la historia reciente en un mundo cada vez más conectado que antes, por lo que no existen recetas comprobadas o validadas que definan qué se tiene que hacer para dar solución a esta situación. El riesgo de la bancarrota de unos Estados es alto, para Otros no existe este riesgo porque no hay incertidumbre sobre su hundimiento, como por ejemplo en el caso de Grecia. Para un país con este nivel de endeudamiento, y con una economía que no puede devaluar su moneda por su pertenencia a la Euro zona, una economía que se contrajo en 2009 un 2%, en 2010 un 4% y en 2011 un 6,8%, y donde el sector público aportó aproximadamente un 40%, y el turismo alrededor de 15% al PIB (The World Factbook, 2012), (Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2012), por lo que no se puede esperar un desarrollo o crecimiento significativo del PIB y, por consiguiente, se tiene que

constatar que este país ya está hundido, y que depende económicamente sobre todo de sus acreedores y de posibles inversionistas.

Hoy, casi 23 años después de la caída del muro de Berlín y de la caída del comunismo en muchos países, se puede observar que el sistema del capitalismo está actualmente sin competencia, pero en serios problemas. Esto es al menos lo que unos (como actualmente el movimiento "Occupy Wall street") afirman. Sin embargo, todos estos rescates de empresas y países en los últimos cuatro años muestran que no se trata de un capitalismo puro. En este periodo, muchos gobiernos han suspendido las reglas del capitalismo, premiando la mala, y muchas veces fraudulenta, gerencia de empresas y ahora de Estados mediante los rescates, lo que envió una señal de que los impactos de una mala gestión se pueden socializar. Entonces, no se permite la "destrucción constructiva" como fue introducido por Schumpeter, quien la identificó como el motor del desarrollo económico. La justificación de actuar así es nada menos que el argumento que los rescates son necesarios para salvar el sistema financiero.

¿Entonces, qué sigue? Debido al hecho de la alta deuda pública se necesita un des-apalancamiento, es decir, una reducción de las deudas, lo que significa reducir los gastos, sobre todo del Estado y del sector público. Sin embargo, McKinsey&Company constata más de

tres años después de la bancarrota de Lehman Brothers, que en las diez economías más desarrolladas del mundo este proceso de despalancamiento apenas ha empezado (Roxburgh, y otros, 2012). Reinhart y Rogoff nos recuerdan que el marcado aumento en la deuda del sector público es probablemente uno de los legados más duraderos de la crisis financiera del 2007/2008 (Reinhart & Rogoff, 2010). Cortar gastos, sobre todo en lo social, en la educación, en los salarios y pensiones y en el sector de la salud, no es una tarea nada fácil desde el punto político, tal y como lo han demostrado las manifestaciones en las calles de Grecia y en otros lugares del mundo. Probablemente, se observaran en los países más afectados por esta crisis dos generaciones (50 años) de "pérdidas". Es decir, generaciones con oportunidades limitadas y, en su mayoría, sin la posibilidad de lograr el estándar de vida de sus padres. Además, la posibilidad de reducir los gastos va a tener políticamente sus límites, como muestra la historia. Básicamente, en la actualidad hay dos tendencias sobre la solución de la problemática, una pone más énfasis en hacer un esfuerzo significativo en reducir los gastos. Esta es sobre todo la posición alemana. Por otro lado, hay voces que prefieren inyectar más dinero a la economía y prestar más, porque opinan que no es posible salir de la crisis ahorrando. Esta es, principalmente, la posición y la receta de EE.UU., lo cual es entendible si se tiene la ven-

taja de poder endeudarse en su propia moneda, la cual el Estado puede inflar para, finalmente, pasar la cuenta al conjunto de los acreedores.

Países como Grecia, muy probablemente, declaran de alguna forma la bancarrota en el momento cuando los acreedores no van a financiar más este esquema actual de tipo Ponzi. Prácticamente se tiene que perdonar toda la deuda a Estados como Grecia, y adicionalmente se tiene que inyectar dinero para construir y desarrollar el país nuevamente. Según los contratos de Maastricht, estos países como la Grecia actual no se pueden quedar en la Unión Europea. Si se quedan, les falta la herramienta de la devaluación de la moneda para ganar más competitividad, y los ajustes finalmente se realizan sobre todo a través de los mercados laborales. Se tiene que constatar que estos países, sobre todo en el sur de la Euro zona, presentaron durante varios años tasas de interés muy bajas, básicamente subsidiadas por los países que económicamente han sido más fuertes. Ahora, estos tienen que reducir sus importaciones, sus gastos y precios para ganar competitividad, ya que practicaron por varios años un estilo de vida que no es compatible con lo que produce el sector real de estos países. Este proceso no es un camino corto, porque requiere un cambio en la actitud de sus actores, y en los modelos mentales y económicos que se han manejado hasta el momento.

Si se acerca aun más la bancarrota de un Estado, y si se forman más expectativas negativas (situación psicológica) con respecto al comportamiento de los mercados, existe el peligro que se va a disparar un “efecto dominó” (contagio) que puede llegar en su impacto hasta Colombia. Por falta de experiencia con estos eventos en un mundo globalizado y altamente tecnificado, todavía no se puede decir con seguridad qué camino va a tomar esta avalancha, y qué tan graves serán los impactos. En el año 2008, se subestimó el impacto que iba a tener la bancarrota del Banco LehmanBrothers en EE.UU y su relevancia para el sistema. Cuando dichos hundimientos ocurrieron, esto no significó el fin del mundo como muchos lo vaticinaban, pero sí significó que mucha gente y organizaciones perdieran mucho dinero. Donde hay deudores hay también acreedores que tienen, en el caso de bancarrota, que depreciar gran parte de sus créditos desembolsados. Muchos de estos acreedores probablemente no van a ser capaces de realizar estas depreciaciones en sus balances sin perder grandes partes del patrimonio. En Colombia, de todas maneras, no se puede asumir que los sucesos en Europa no van a afectar su economía, ya que las economías Europeas tienen bastante relevancia para el mundo. Según el Banco Mundial, casi el 45 por ciento del comercio mundial de mercancías comienza o termina en Europa, mientras el comercio europeo de servicios es

más que la mitad del comercio mundial de servicios (The World Bank, 2012). Entonces, no se debe pensar que los aproximadamente 10 mil kilómetros entre Europa y Colombia son suficientes para no sentir nada de los problemas europeos en Colombia. En un mundo digitalizado y conectado, los mercados no dependen tanto de ubicaciones y zonas de horarios como lo fue el caso en años atrás. Además, si los problemas aumentan en Europa, es posible que la confianza en el Euro y la demanda para esta moneda baje y el dólar aumente, suponiendo que ésta todavía es la moneda de reserva más importante del mundo. Si el dólar sube, esto si afectará también las importaciones de Colombia, porque éstas serían más costosas, y los exportadores, por otro lado, recibirían más pesos para un dólar.

Mucho de lo que va a pasar puede depender de las clasificadoras de riesgo. Estas evalúan la calidad crediticia de las empresas y países. Esto es útil, aunque no es una ciencia exacta y suceden errores en la evaluación. Sin embargo, las agencias ocupan también un papel que es casi de tipo regulador y que afecta todo el sistema financiero. Lo que dicen u opinan es como una profecía que se difunde por el mundo, y en la cual la gente cree, por lo tanto ésta se vuelve la única verdad que influye en la toma de decisiones. Para ilustrarlo, el 13 de enero de 2012, Standard & Poors rebajó la calificación de Portugal en dos niveles, por

lo que este país se encontró en un nivel de una inversión especulativa. Dos días después, varios *stakeholders* tales como aseguradoras y fondos de pensiones, se vieron obligados a vender la deuda portuguesa que tenían en su portafolio. Obligados, porque sus normas y políticas internas no les permiten tener valores que están cualificados como inversión especulativa (Philipponnat, 2012). Frecuentemente, estas reglas y políticas fueron codificadas en el software de las entidades financieras, generando los “efectos dominó”, difíciles de pronosticar en cuanto a su impacto teniendo como referencia un mundo altamente conectado y globalizado. De acuerdo con lo anterior, es visible el poder que pueden agrupar estas agencias, debido principalmente a la confianza que los clientes financieros depositan en ellas, y debido a la no existencia de otras entidades que publiquen información que permita comparar la calidad crediticia entre empresas o países. El problema es aún más delicado porque hay solo pocas clasificadoras y, por consiguiente, la competencia entre éstas es limitada. Las tres empresas S&P, Moody's y Fitch, controlan aproximadamente el 95% del mercado de las clasificaciones (Hesse & Zydra, 2011). La pregunta finalmente es, qué tan independiente actúan estas clasificadoras, o si éstas se han convertido en un instrumento para hacer política.

Sin embargo, son muy difíciles de pronosticar los detalles de lo que va a su-

ceder o la secuencia de estos sucesos. Si todos los pronósticos fueran ciertos, entonces se podría concluir que los mercados no funcionan (Lange, 2011); solo en mercados del modelo de “competencia perfecta” no hay incertidumbre sobre el futuro, ya que los actores tienen toda la información necesaria para la toma de sus decisiones. Es por esto que en el mercado actual, no se puede pronosticar con certeza el desarrollo de los mercados de valores, por lo que finalmente no se puede pronosticar con certeza qué implicaciones va a tener la problemática de los altos niveles de la deuda soberana. Aunado a lo anterior, cada noticia nueva puede cambiar el rumbo del desarrollo de las economías.

Finalmente, la economía (mundial) es un sistema abierto donde todos los elementos están conectados entre sí, y cambios en una parte de estos, pueden provocar impactos en otras partes. Si esto ocurre o no, depende sobre todo de la capacidad del sistema de absorber choques o noticias externas. El tamaño, la dinámica, la complejidad y la no-linealidad del sistema economía, que es sobre todo un sistema social, no permite en la mayoría de los casos realizar pronósticos exactos. Se tiene que reconocer que muchas de las variables de la economía son para los seres humanos variables que siguen un camino aleatorio (Lange, 2011). Por consiguiente Taleb y Blyth, destacan que se debe reducir la confianza en la competencia de

las organizaciones que coleccionan datos, y en los expertos que venden pronósticos en dominios que no se pueden pronosticar (Taleb & Blyth, 2011). De la perspectiva de la estadística, los valores extremos (poca frecuencia y alto impacto) se encuentran en las colas de las distribuciones, donde existen dificultades de modelar la realidad, principalmente por falta de buena información y experiencia. Los modelos son, por definición, una simplificación de una realidad que cada vez es más compleja, los cuales se basan en supuestos que a menudo no coinciden con la realidad y son factores críticos que están fuera del control de la gerencia, pero son necesarios para que el modelo funcione. Las matemáticas de los modelos se pueden aplicar con precisión, pero los modelos no son de todo precisos en su aplicación en el complejo mundo real.

Es interesante considerar dentro de lo anteriormente expresado lo concerniente al individuo, quien es el que finalmente toma la decisión como inversionista, como dirigente empresarial o gubernamental o como consumidor, el cual recibe una carga de información y puede captar en el tiempo la asertividad de las propuestas hechas por los agentes que procuran controlar la economía directamente tal como lo hacen el Banco Mundial y el FMI (Fondo Monetario Internacional) y otros organismos multilaterales, o indirectamente como lo hacen los calificadores de riesgo. En

frentan todos los anteriormente mencionados, una variable que se desprende de lo expresado y es la credibilidad en la información que se suministra. Esa condición que afecta al individuo parte de diferentes orígenes, así: el portavoz, la fuente formal, la fuente informal, el medio, el mensaje, de la empresa y del país (Schiffman, 2005). Puede detectarse que dentro la información económica y a raíz de la poca predictibilidad de los resultados, cada uno de estos emisores puede afectar la manera como el receptor la reciba, ya que ninguno ofrece confiabilidad total, lo que generaría poca credibilidad en los mensajes, convirtiendo a los agentes en meros espectadores de la realidad que se presenten una vez se apliquen sus observaciones, lo que dificulta la posibilidad de alcanzar "terreno seguro" y, por el contrario, genera mayor incertidumbre para países, actores e individuos.

## 4. Conclusión y trabajo futuro

En este artículo se llevó cabo un análisis y reflexión de los niveles de endeudamiento para varios países. Por tal motivo se puede concluir que unos países ya se encuentran en una zona de peligro, dado que estos sobrepasaron los límites de la relación entre el valor de la deuda soberana y el PIB de un país. Para estos límites, se definió un valor alrededor de 60-90% que es aceptado en la literatura. Se concluye que los niveles encontra-

dos no son sostenibles y que es probable que unos países se vayan a quebrar. Aunque los bancos centrales inyectaron liquidez al sistema financiero, los resultados en términos de generación de crecimiento y desarrollo económico hasta el momento quedan detrás de las expectativas. Por tal motivo surgen los siguientes interrogantes, ¿qué va a pasar si las tasas de interés quedan bajas y los niveles de liquidez altos? ¿Cuál es la consecuencia de tener por varios años un precio para ahorrar y prestar dineros a un interés cercano a cero? Si el dinero casi no cuesta nada en el tiempo, se concluye que este recurso se está sobre-utilizando, y de esta manera se están causando burbujas nuevas, y expectativas equivocadas en otros elementos de la economía. Por esta razón, si los bancos centrales no toman medidas rápidamente con el fin de ajustar la cantidad de dinero a la producción (PIB), la consecuencia sería una inflación más elevada en el futuro. Este escenario es real dado que políticos y gobiernos buscan la elección o re-elección, y por consiguiente generalmente presionan los bancos centrales. El futuro va a mostrar qué tan independientes pueden realmente actuar los bancos centrales con respecto a su objetivo de controlar la inflación, un parámetro importante que influye en las expectativas de los actores.

Actualmente no hay mucha claridad sobre las consecuencias de la situación

descrita y la evolución de las expectativas, ya que esta situación no tiene precedentes en la historia reciente y en tiempos de calma (sin confrontaciones militares), y con respecto a estos niveles y magnitud de endeudamiento. Además, es difícil elaborar pronósticos exactos porque muchas variables que se tienen que modelar son aleatorias y no se tiene conocimiento sobre las distribuciones de éstas; o sobre los eventos o noticias extremos, como la ruina de un Estado, bajo las condiciones actuales, ya que existe poco conocimiento. Sin embargo, es indicado investigar formas de cómo reducir los gastos y deudas estatales, y cómo se puede generar crecimiento y desarrollo económico durante un proceso de desapalancamiento, lo que ampliaría las posibilidades de acción tanto para los bancos federales como por los gobiernos. Sería valiosa la realización de medidas de credibilidad, respecto de los diferentes aspectos que la aglutinan, que permitan garantizar la apropiación y comprensión del mensaje por parte del receptor. Para el caso de Colombia es indicado investigar estrategias que indiquen cómo las empresas colombianas pueden crecer y desarrollarse en un panorama y entorno externos, donde muchas economías están en contracción y de pronto más adelante, con tendencias de inflación más elevadas, debido a los altos niveles de endeudamiento y liquidez que se pueden observar en varios países en la actualidad.

## Referencias

- Banco de la República de Colombia (30 de Noviembre de 2011). *Balance Noviembre 2011*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012 de <http://www.banrep.gov.co>: [http://www.banrep.gov.co/documentos/el-banco/estados-financieros/balance/2011/BG\\_nov.pdf](http://www.banrep.gov.co/documentos/el-banco/estados-financieros/balance/2011/BG_nov.pdf))
- Bass, J. K. (30 de Noviembre de 2011). *Hayman Capital Management Letter to Investors November 2011*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://es.scribd.com/ARHedge/d/74387167-Hayman-Capital-Management-Letter-to-Investors-Nov-2011>)
- Bernanke, B. S. (18 de Octubre de 2011). *The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice, At the Federal Reserve Bank of Boston 56th Economic Conference, Boston, Massachusetts*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.ritholtz.com>: <http://www.ritholtz.com/blog/2011/10/the-effects-of-the-great-recession-on-central-bank-doctrine-and-practice/>)
- Bogs, S. (23 de Enero de 2012). *Einlagefazilität wieder bei 491,780 Mrd. Euro*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.verschuer.de>: <http://www.verschuer.de/einlagefazilitat-wieder-bei-491780-mrd-euro/>)
- Das, S. (23 de Enero de 2012). *Government Debt – How Much Is Too Much?* (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.ritholtz.com>: <http://www.ritholtz.com/blog/2012/01/government-debt-%E2%80%93-how-much-is-too-much/>)

- Dean, S. (19 de Enero de 2012). *Food stamps a necessary lifeline*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://edition.cnn.com/2012/01/19/opinion/dean-food-stamp-program/index.html>)
- Dinero (07 de Julio de 2010). *Países ricos perdieron 17 millones de empleos por la crisis*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.dinero.com>: [http://www.dinero.com/actualidad/noticias/paises-ricos-perdieron-17-millones-empleos-crisis\\_73897.aspx](http://www.dinero.com/actualidad/noticias/paises-ricos-perdieron-17-millones-empleos-crisis_73897.aspx))
- Durden, T. (02 de Febrero de 2012). *Market Stoned Like It's 1999*. (Recuperado el 02 de Febrero de 2012, de <http://www.zerohedge.com>: <http://www.zerohedge.com/news/market-stoned-its-1999>)
- El Colombiano (23 de Octubre de 2009). *Crisis económica costará 150.000 millones de dólares a A.L.* (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.elcolombiano.com>, [http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/1/150000\\_millones\\_de\\_dolares\\_costara\\_la\\_crisis\\_economica\\_a\\_america\\_latina/150000\\_millones\\_de\\_dolares\\_costara\\_la\\_crisis\\_economica\\_a\\_america\\_latina.asp](http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/1/150000_millones_de_dolares_costara_la_crisis_economica_a_america_latina/150000_millones_de_dolares_costara_la_crisis_economica_a_america_latina.asp))
- Elmeskov, J.; Sutherland, D. (Enero de 2012). *Post-Crisis Debt Overhang: Growth Implications across Countries*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.oecd.org>: <http://www.oecd.org/dataoecd/7/2/49541000.pdf>)
- Eurostat (Octubre de 2011). *Structure of government debt*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Structure\\_of\\_government\\_debt](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Structure_of_government_debt))
- Federal Deposit Insurance Company (02 de Febrero de 2012). *Failed Bank List*. Recuperado el 02 de Febrero de 2012, de <http://www.fdic.gov>: <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (14 de Febrero de 2012). *Griechische Wirtschaft stürzt in den Abgrund*. (Recuperado el 14 de Febrero de 2012, de <http://www.faz.net>: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/minus-6-8-prozent-griechische-wirtschaft-stuerzt-in-den-abgrund-11649045.html>)
- Greenspan, A. (16 de Marzo de 2008). *We will never have a perfect model of risk*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://us.ft.com>: [http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news\\_id=fto031620081437534087](http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news_id=fto031620081437534087))
- Hesse, M., & Zydra, M. (25 de Junio de 2011). *Roland Berger will Rating-Allianz gegen US-Superfirmenschmieden*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.sueddeutsche.de>: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/neue-plaene-in-frankfurt-eine-ratingagentur-fuer-europa-1.1112252>)
- Hilsenrath, J.; Blackstone, B. (27 de Enero de 2012). *Central Banks Diversify Their Arsenals. Deploying Unconventional Balance-Sheet Techniques From Bank Loans to Securities Purchases*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://online.wsj.com>: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203363504577185151569908014.html>)
- Kowalski, A. (31 de Enero de 2012). *Case Shiller Home-Price Index Falls 3.7%*.

- (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.bloomberg.com>: <http://www.bloomberg.com/news/2012-01-31/home-prices-in-20-u-s-cities-fell-3-7-from-year-ago-case-shiller-says.html>)
- Lange, K. (10 de Junio de 2011). *Prognosen taugen nichts - und das ist gut so*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.manager-magazin.de>: <http://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/0,2828,767865,00.html>)
- Philipponnat, T. (03 de Febrero de 2012). *Die Abschaffung der Buchstaben*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.sueddeutsche.de>: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/rating-kritiker-philipponnat-gebt-uns-die-magische-zahl-1.1270728>)
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (May de 2010). *Growth in a Time of Debt*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.ycsg.yale.edu>: <http://www.ycsg.yale.edu/center/forms/growth-debt.pdf>)
- Reuters (31 de Enero de 2012). *European Country Overview. Unemployment rate (under 25s)*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://graphics.thomsonreuters.com>: <http://graphics.thomsonreuters.com/12/01/EuroDataMap.html>)
- Reuters (20 de Enero de 2012). *Precious-Gold eases as euro rally fades*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.reuters.com>: <http://www.reuters.com/article/2012/01/20/markets-precious-idUSL3E8CK2BD20120120>)
- Ritholtz, B. (18 de Junio de 2009). *Bailout Costs vs Big Historical Events*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.ritholtz.com>: <http://www.ritholtz.com/blog/2009/06/bailout-costs-vs-big-historical-events/>)
- Roxburgh, C., Lund, S., Daruvala, T., Manyika, J., Dobbs, R., Forn, R., y otros (Enero de 2012). *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.mckinsey.com>: [http://www.mckinsey.com/Insights/MGI/Research/Financial\\_Markets/Uneven\\_progress\\_on\\_the\\_path\\_to\\_growth](http://www.mckinsey.com/Insights/MGI/Research/Financial_Markets/Uneven_progress_on_the_path_to_growth))
- Sanders, A. B. (15 de Diciembre de 2011). *What the Euro crisis means for taxpayers and the U.S. economy, part 1*. (Recuperado el 02 de Febrero de 2012, de <http://mercatus.org>: <http://mercatus.org/sites/default/files/publication/Sanders-Europe-Testimony.pdf>)
- Scherf, H. (1986). *Enttäuschte Hoffnungen - vergebene Chancen: Die Wirtschaftspolitik der Sozial-Liberalen Koalition 1969-1982*. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht.
- Schiffman, L. &. (2005). *Comportamiento del Consumidor*. México D.F.: Pearson Ed.
- Sinn, H. W., & Wollmershäuser, T. (24 de Junio de 2011). *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*. (Recuperado el 27 de Febrero de 2012, de <http://www.cesifo-group.de>: <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1210631.PDF>)
- Taleb, N. N., & Blyth, M. (Mayo/Junio de 2011). *The Black Swan of Cairo*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012,

- de <http://fooledbyrandomness.com:>  
[http://fooledbyrandomness.com/  
ForeignAffairs.pdf](http://fooledbyrandomness.com/ForeignAffairs.pdf))
- The CIA World Factbook (Julio de 2010). *Economía - Colombia*. (Recuperado el 06 de Julio de 2010, de <https://www.cia.gov>; <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/co.html>)
- The World Bank (01 de 2012). *Golden growth - restoring the lustre of the european economic model*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://web.worldbank.org>; <http://siteresources.worldbank.org/ECAEXT/Resourc->  
[es/258598-1284061150155/7383639-1323888814015/8319788-1326139457715/fulltext\\_ch2.pdf](http://siteresources.worldbank.org/ECAEXT/Resourc-))
- The World Factbook (12 de Enero de 2012). *Greece - Economy - Overview*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <https://www.cia.gov>; <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/gr.html>)
- Weber, T. (28 de Enero de 2012). *Davos 2012: Youth unemployment 'disaster'*. (Recuperado el 03 de Febrero de 2012, de <http://www.bbc.co.uk>; <http://www.bbc.co.uk/news/business-16774301>)