

compuesta únicamente por planes de austeridad, por lo que su conclusión de que el multiplicador de los impuestos es mayor que el del gasto público no puede extrapolarse directamente a las expansiones fiscales.

Por último, el libro parece presentar como única disyuntiva en tiempos de agitación de los mercados de deuda la de elegir entre reducciones de gasto público y aumentos de impuestos, cuando en realidad quizá hubiera sido más interesante conocer qué habría ocurrido si en 2010 los Gobiernos europeos no hubiesen optado por la austeridad. ¿Habría aumentado el coste de financiación de los Gobiernos hasta expulsarlos finalmente de los mercados de capitales? ¿Habría bastado para calmar a los mercados una apuesta más decidida por las reformas estructurales, con el compromiso creíble de los Gobiernos de equilibrar su presupuesto en un plazo mayor de tiempo?

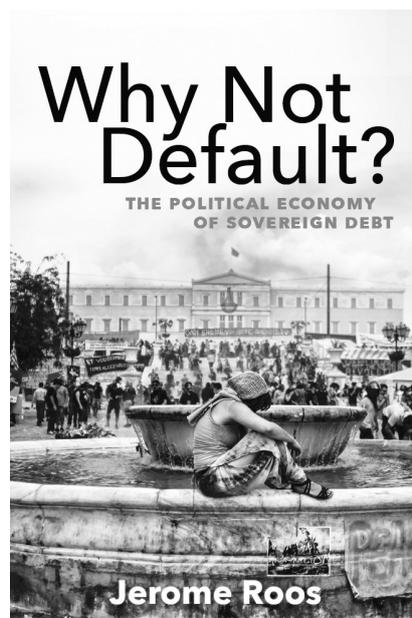
En cualquier caso, en el vasto mundo de los multiplicadores fiscales, se trata de una obra con una metodología novedosa que permite introducir consideraciones dinámicas en las decisiones de los agentes, y que, además, se atreve con un área tan complicada como es la economía política de la austeridad.

Alfonso Sahuquillo López

WHY NOT DEFAULT? The political economy of sovereign debt

Jerome Roos

Princeton University Press, 2019.



Desde el inicio de la crisis económica y financiera global de 2008, la financiación del déficit público y la sostenibilidad de la deuda se han constituido como uno de los debates más recurrentes y polémicos en la esfera política y económica internacional. Algunos autores críticos con la gestión de la crisis económica mundial sostienen que las políticas de austeridad y devaluación interna aplicadas en los países deudores han sido incapaces de estabilizar la deuda pública y de reducir el desempleo, dando lugar al cuestionamiento de un

principio que hasta la fecha parecía intocable: la financiación ortodoxa del déficit público a través de instrumentos de deuda y el cumplimiento estricto de las obligaciones frente a los acreedores. Ciertamente, desde este enfoque cabe preguntarse si en un contexto de grave estancamiento económico verdaderamente merece la pena pagar la deuda. En efecto, ¿no sería mejor anunciar un *default* y empezar de cero? ¿hasta qué punto tiene sentido deprimir la economía para pagar la deuda?

El cuestionamiento de las políticas de austeridad y el planteamiento del *default* como posible opción de política económica contrasta fuertemente con la firme voluntad de los Gobiernos de cumplir, cueste lo que cueste, con sus obligaciones frente a los acreedores. Para ciertos sectores, este contraste parece indicar que los intereses de los acreedores tienen más peso que el interés general en las decisiones de política económica, propiciando el cuestionamiento del sistema democrático y avivando el auge del populismo. En su intento de explicar lo que considera una anomalía democrática, Jerome Roos —autor del libro y profesor de economía política internacional en la London School of Economics (LSE)— trata de dar respuesta a una pregunta que hasta el momento sigue abierta

para los economistas: ¿por qué los Gobiernos deciden pagar la deuda?, o más concretamente, ¿cuáles son los factores que determinan la decisión de pagar la deuda o de entrar en *default*?, es decir, ¿cómo toman los Gobiernos esta decisión y qué variables tienen en cuenta?

La literatura económica ofrece varias respuestas a la pregunta anterior. Sin embargo, todas ellas comparten un supuesto común, subyacente a toda la teoría económica neoclásica que explica el comportamiento de cualquier agente: el Gobierno decide si paga la deuda o no tras realizar un análisis coste-beneficio del *default*. En ausencia de costes de *default*, la deuda pública ni siquiera podría existir: los Gobiernos siempre decidirían declarar un *default*, por lo que los inversores —a los que les atribuimos expectativas racionales— jamás accederían a comprar bonos de deuda pública. En consecuencia, la ortodoxia académica ha centrado sus esfuerzos en tratar de encontrar los costes del *default*. Los primeros autores en abordar esta cuestión fueron Eaton y Gersovitz (1981), que consideran que los Gobiernos pagan la deuda para mantener una buena reputación ante los acreedores y evitar ser excluidos de los mercados de deuda en el futuro. Una segunda explicación la proporcionan Bulow y Rogoff (1989),

que afirman que los países cumplen con sus obligaciones para evitar posibles sanciones, como un embargo comercial o una confiscación de los activos del deudor en el exterior. Otros autores, como North y Weingast (1989), consideran que el buen funcionamiento de las instituciones democráticas limita el poder del Gobierno y fortalece los derechos de propiedad, facilitando que los dos mecanismos anteriores sean más eficaces. Por último, otros autores hacen referencia a las externalidades negativas que un *default* podría ocasionar al sector privado, como los pánicos bancarios, la contracción del crédito y la consiguiente caída de la producción y el empleo.

A pesar del atractivo de las teorías anteriores, Roos argumenta que la evidencia empírica no respalda suficientemente sus conclusiones. Además, el análisis coste-beneficio no tiene en cuenta las implicaciones redistributivas del cumplimiento o del *default*. En consecuencia, este análisis solo sería válido si todos los miembros de la sociedad fuesen idénticos, es decir, bajo el supuesto de «agente representativo» que tanto utilizan los economistas en sus modelos. En contraste con esta visión, el autor del libro señala que la decisión de pagar la deuda o entrar en *default* no es el resultado de un proceso de optimización del Gobierno,

sino más bien el resultado de un conflicto de intereses entre distintos grupos sociales. Por una parte, existe un conflicto entre el país deudor y los acreedores internacionales y, por otra parte, entre los distintos grupos sociales del país deudor. Surge así la «hipótesis del poder estructural», que a través de un enfoque crítico de economía política encuentra tres mecanismos disciplinarios que utilizan los acreedores para forzar el pago de la deuda.

El primer mecanismo disciplinario es la existencia de un cártel de acreedores que imponga disciplina sobre el Gobierno del país deudor a través de la amenaza creíble de un boicót financiero, que cortase la financiación tanto al sector público como al sector privado del país deudor en caso de *default*. Para funcionar correctamente, este mecanismo requiere que la deuda pública de un país esté concentrada en un número de bancos lo suficientemente reducido como para permitir la coordinación de los acreedores y evitar el *free-riding*, así como que el país deudor no tenga una *outside option*, es decir, una fuente de financiación alternativa de algún Gobierno u organización aliada.

Si bien este primer mecanismo puede reducir enormemente los incentivos al *default*, no garantiza que un país deudor comprometido con el pago de su deuda

tenga la liquidez necesaria en el momento de cumplir sus obligaciones. En consecuencia, surge la necesidad de un prestamista oficial de último recurso que proporcione liquidez a los países deudores a cambio de una fuerte condicionalidad en sus políticas. Este prestamista oficial de última instancia, a través de la condicionalidad de sus préstamos, constituye el segundo mecanismo disciplinario.

Finalmente, los mecanismos anteriores se completan con el papel de intermediario que juegan las élites domésticas del país deudor en este conflicto. Según el autor, las élites domésticas comparten intereses con los acreedores extranjeros, por lo que utilizan toda su influencia política, económica y mediática para alterar el rumbo de los Gobiernos a favor de su interés, es decir, de la disciplina absoluta en el pago de la deuda. La fuerte influencia de estas élites domésticas sobre el Gobierno constituye el tercer mecanismo disciplinario, que más que incrementar los costes del *default* (como hace el primer mecanismo), o que garantizar la capacidad de pago del deudor (como hace el segundo mecanismo), se centra en internalizar la disciplina dentro del propio país deudor a través de su influencia directa en el Gobierno. De este modo, la hipótesis del poder estructural considera que la

decisión del Gobierno acerca del cumplimiento de las obligaciones con los acreedores dependerá del grado en el que estos tres mecanismos disciplinarios se encuentren operativos.

La historia de las finanzas está repleta de ejemplos que, según Roos, corroboran la validez de la hipótesis del poder estructural. En los años treinta, tras el estallido de la Gran Depresión, docenas de deudores soberanos se vieron forzados a suspender los pagos de su deuda externa. Aunque es obvio que la propia crisis fue un desencadenante directo de esta ola de impagos, el autor considera que estos no hubiesen sido posibles sin la enorme descentralización del mercado de bonos y la atomización creciente de los acreedores, que impidió una coordinación eficaz entre los mismos en defensa de sus intereses. Además, la ausencia de un prestamista de último recurso hizo inevitable los impagos. Por otra parte, la fuerte presión social en contra de las medidas de austeridad y la escasa dependencia del crédito extranjero debilitaron la influencia de las élites locales para imponer sus intereses en el Gobierno. Así, la inoperancia de los tres mecanismos disciplinarios facilitó lo que a día de hoy aún se considera la mayor ola de *defaults* de la historia.

Muy diferente fue la experiencia latinoamericana en la década

de los ochenta, apodada como la «década perdida» y marcada por la mayor crisis económica de la historia de Latinoamérica. Esta vez, los tres mecanismos disciplinarios estuvieron plenamente operativos, forzando a los países a cumplir con sus obligaciones, a pesar de las enormes consecuencias sociales de la crisis. El caso de México es muy ilustrativo: a lo largo de toda la década, el PIB cayó en torno al 10 %, el PIB per cápita cayó a un ritmo del 5 % anual y los salarios reales se redujeron alrededor de un 40 %. Pese a ello, el Gobierno mexicano mostró un compromiso absoluto con el pago de la deuda, en consonancia con la hipótesis del poder estructural. En efecto, la elevada concentración de los acreedores en torno a sindicatos bancarios les permitía coordinarse en defensa de sus intereses, los préstamos condicionales del FMI garantizaban la liquidez del país al tiempo que disciplinaban las políticas del Gobierno, y las élites locales fueron ganando influencia política en el Gobierno. Según Roos, existe un amplio consenso en que la gestión de la crisis se realizó a favor de los acreedores y en detrimento de la población local.

Apenas una década después del fin de la crisis anterior, Argentina rompió la tendencia anterior anunciando en 2001 un *default* de 82.000 millones de dólares. Como en los casos anteriores,

Roos utiliza la hipótesis del poder estructural para explicar este resultado. Así, tras las crecientes dudas acerca de la capacidad de Argentina para hacer frente a sus deudas, los bancos acreedores aprovecharon el llamado «megacanje» para deshacerse de sus títulos de deuda argentina, vendiéndolos a multitud de inversores japoneses y europeos escasamente informados de la calidad de sus inversiones. El resultado fue la descentralización de los acreedores y su incapacidad de coordinación, rompiendo el primer mecanismo disciplinario. Además, dado que tras el megacanje los bonos fueron comprados por inversores europeos y japoneses, el FMI ya no tenía especial interés en garantizar la liquidez a Argentina, puesto que su principal financiador es EE UU, donde las opiniones en contra de los rescates eran cada vez más frecuentes. Por último, la imposición del «corralito» para impedir la fuga de capitales desencadenó un enorme malestar social que, tras tumbar a un Gobierno contrario al *default*, terminó por romper el tercer mecanismo disciplinario. Una vez rotos los tres mecanismos disciplinarios, el nuevo Gobierno entrante declaró el mayor *default* de la historia.

Por último, el autor termina de testar la hipótesis del poder estructural examinando el caso

de Grecia entre los años 2010 y 2015, que constituye la mayor crisis de deuda soberana desde el *default* de Argentina en 2001. En efecto, tras descubrirse la verdadera deuda de Grecia, ocultada durante décadas por sus distintos Gobiernos, los países de la UE y el FMI organizaron el mayor rescate internacional de la historia para evitar el *default*. Según el autor, las duras condiciones impuestas por la llamada «Troika» (compuesta por la Comisión Europea, el BCE y el FMI) provocaron el hundimiento de la economía griega, que sufrió una de las contracciones más severas que una economía avanzada haya registrado jamás desde la Segunda Guerra Mundial. A pesar de ello, los distintos Gobiernos de Grecia siguieron sin cuestionarse la posibilidad de entrar en *default*. En efecto, la concentración de los acreedores en un reducido número de bancos europeos franceses y alemanes y la fuerte condicionalidad de los prestamistas oficiales de último recurso mantuvieron plenamente vigentes los dos primeros mecanismos disciplinarios. En cuanto al papel de las élites domésticas como tercer mecanismo disciplinario, el autor argumenta que siempre estuvo vigente, incluso tras la victoria del partido antiausteridad Syriza en las elecciones de 2015. En efecto, tras la sustitución del ministro Varoufakis por un nuevo ministro

de finanzas contrario al *default*, el Gobierno del presidente Tsipras firmó un nuevo rescate de 86.000 millones de euros con unas condiciones sensiblemente más duras de las que el propio Gobierno había prometido no aceptar en varias ocasiones, lo que puede interpretarse, según Roos, como una rendición absoluta ante los acreedores.

En definitiva, a lo largo de este libro, Jerome Roos trata de explicar el comportamiento de los Gobiernos desde un enfoque no ortodoxo, en el que las decisiones de política económica no son el resultado de un análisis coste-beneficio de los Gobiernos, sino el resultado de un conflicto de intereses entre distintos grupos sociales. En efecto, si la decisión de los Gobiernos acerca de un posible *default* se tomase en base a un análisis coste-beneficio, su comportamiento debería haber sido muy similar en los años treinta, en la década perdida de Latinoamérica, en la experiencia de Argentina y en la reciente crisis griega. Tras repasar minuciosamente la historia de las finanzas, Roos obtiene una conclusión distinta: la decisión final acerca del pago de la deuda pública es una decisión eminentemente política y su resultado depende del poder de negociación de los distintos grupos sociales. Cuando este poder de negociación se inclina hacia los acreedores, el resultado

final puede ir en contra del interés general y, en definitiva, dañar las bases esenciales del sistema democrático.

Sin duda alguna, *Why Not Default* de Jerome Roos puede catalogarse como una contribución polémica, innovadora y retadora al debate en materia de política económica. Sus conclusiones se

alejan del *mainstream* y se acercan a otras posturas —catalogadas a menudo como radicales y populistas— demostrando la valentía del autor. Su metodología sustituye el análisis matemático formal de la economía ortodoxa por el análisis político y la historia, reivindicando el carácter social y multidisciplinar de la ciencia económica. De este

modo, la obra de Roos obliga al lector a cuestionarlo todo y a dudar de todo a través de un análisis riguroso —que no imparcial— de la evidencia empírica, enriqueciendo el debate y proporcionando datos y reflexiones valiosas, incluso para sus detractores.

Eduardo de Andrés Martín-Caro