

Desmitificando la deuda pública Griega: ¿Por qué nos interesa?

La crisis fiscal de Grecia ha traído un ciclo de amenazas de austeridad y tensiones civiles para los gobiernos. Esta crisis también tiene repercusiones para la zona euro y posiblemente para la economía mundial. ¿Cómo fue que la dependencia de Grecia en la deuda pública puso a este país en una posición tan difícil?

Hasta hace poco, cuando la mayoría de los estadounidenses pensaban en Grecia, se imaginaban un destino maravilloso para sus vacaciones en el mediterráneo, un país lleno de comidas deliciosas con aceite de oliva y queso de cabra, y tal vez en reliquias de la antigua civilización griega como la Acrópolis en Atenas. Estas imágenes placenteras se podrían estar yendo ahora por el camino de la dracma, la antigua moneda griega. Grecia es uno de los 16 países miembros de la Unión Europea (UE) que ha adoptado el euro, y ha sido el centro de una evolución de deuda y una crisis financiera que amenaza con dar un vuelco a la sociedad griega y afectar la estabilidad del euro; e inclusive, desbaratar la reciente recuperación de la economía mundial. Las ideas que pueden surgir ahora cuando se piensa en Grecia podrían incluir desórdenes políticos y civiles, rescate de la UE, y una posible bancarrota.



¿Cómo llegó Grecia a este punto? ¿Cómo es que una crisis en un país pequeño al sur de Europa se transformó en una crisis mucho mayor involucrando a todo el continente? Y, ¿cuáles son las lecciones más importantes de este drama griego sobre la deuda del gobierno, déficit presupuestario, y posible suspensión de pagos de deuda?

Acto I: Préstamos descontrolados del gobierno

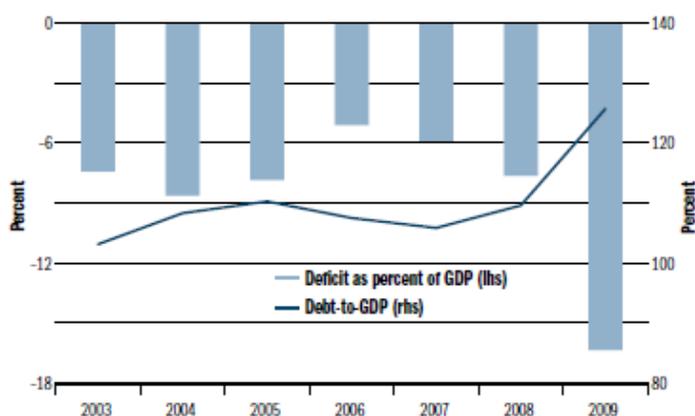
Para comprender la crisis griega, tenemos que refrescar nuestros conocimientos sobre algunos conceptos básicos de finanzas públicas y las cuentas de la balanza de pagos. En un determinado año fiscal, el gobierno tiene ingresos (impuestos, por ejemplo) y egresos (partidas para defensa, pagos de intereses de deuda, y otros). Para muchos gobiernos, estos dos lados contables no están necesariamente balanceados. Los gobiernos pueden tener superávits, así como también déficits. Cuando un gobierno tiene un déficit, en la mayoría de los casos emite títulos de deuda, llamada *deuda soberana* (o *deuda*

pública), ya que los respalda el gobierno, que es una entidad soberana. Los compradores de estos títulos de deuda pueden ser: bancos centrales, fondos de pensiones, bancos comerciales, corporaciones, entidades extranjeras privadas u otros gobiernos. Esta última categoría de adquisiciones de deuda, conocida también como "financiamiento externo", es donde las cuentas de la balanza de pagos o el registro de las transacciones internacionales de un país realmente importan. Por ejemplo, Japón tiene una deuda muy grande; sin embargo, una gran parte de ella está financiada internamente. Por otro lado, Portugal tiene, relativamente, una parte mayor de su deuda financiada por entidades extranjeras.

Para ofrecer un ejemplo más detallado, veamos a Estados Unidos. El Departamento del Tesoro de Estados Unidos frecuentemente emite deuda —Bonos del Tesoro cuyo plazo puede variar entre cuatro semanas y 30 años— respaldados por la "plena confianza y crédito" del gobierno de Estados Unidos. Esta capacidad de préstamo muestra cómo Estados Unidos tuvo un déficit presupuestario en el año fiscal de 2009 equivalente al 10 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB) y tuvo un saldo de deuda pública igual al 83 por ciento del PIB, según la Oficina de Gerencia y Presupuesto (OMB, por sus siglas en inglés).

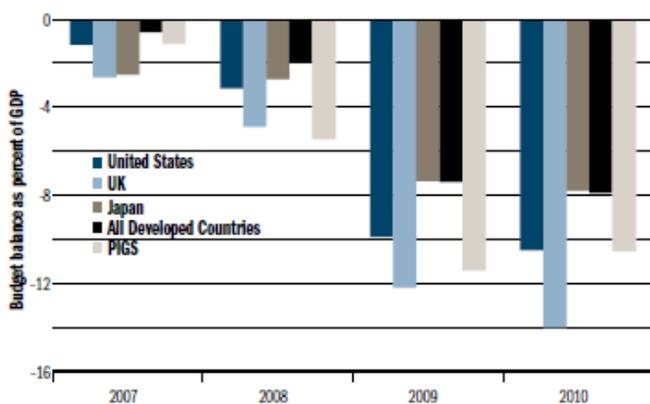
Aunque la situación fiscal de Estados Unidos pueda parecer muy mala para algunos de sus ciudadanos, la situación de Grecia es mucho peor. Los últimos datos del Ministerio de Finanzas de Grecia muestran que en 2009, Grecia tuvo un déficit presupuestario de 16.35 por ciento del PIB y un ratio deuda/PIB de 125 por ciento. Por supuesto que esta situación no es nueva. Después de adherirse a la Unión Económica y Monetaria (UEM) de la UE en 2001, Grecia experimentó casi una década de crecimiento real del PIB por encima del promedio (crecimiento promedio anual cercano al 4 por ciento entre 2001 y 2008). Sin embargo, a la par con el crecimiento, Grecia también tenía grandes déficits (en promedio, 7 por ciento del PIB entre 2003 y 2008; ver

Chart 1
Greece's Budget Deficit and Debt-to-GDP



Source: Greek Ministry of Finance, Haver Analytics

Chart 2
Budget Deficits of Developed Countries

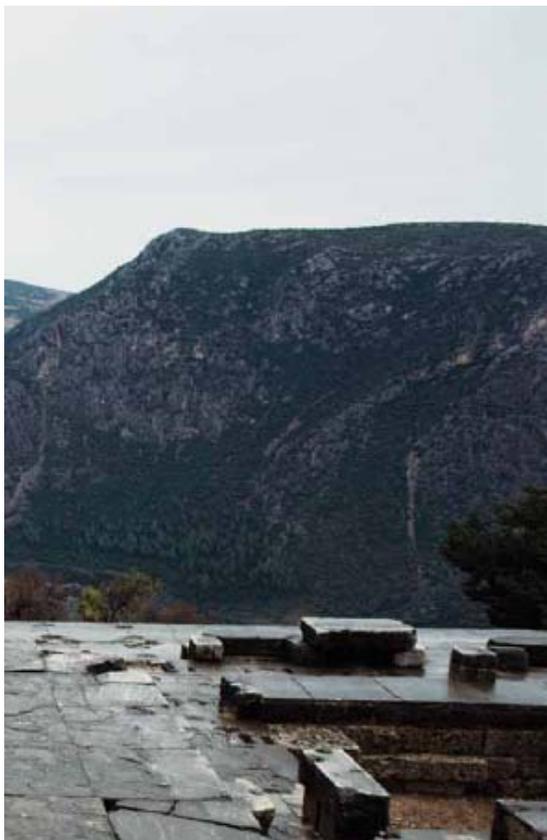


Notes: Developed countries are OECD countries. The PIGS countries in this chart include Portugal, Ireland, Greece, and Spain. Italy is not included because of distortion (low budget deficit, high debt/GDP). Results for the PIGS countries reflect the average of the countries.

Source: Economist Intelligence Unit

gráfico 1).

Si bien la situación fiscal griega era peor que la mayoría de los otros países de la zona euro, Grecia no era la única que tenía grandes déficits o altos ratios deuda/PIB. Por ejemplo, Italia ha tenido un ratio deuda/PIB por encima del 100 por ciento desde 1992. En 2009, alcanzó el 115 por ciento. Aún más, si bien Grecia tiene un déficit presupuestario alto, Irlanda, por ejemplo, no se encuentra muy lejos de ello, con un 15 por ciento del PIB en 2009. Según el *Economist Intelligence Unit*, las proyecciones de los déficits presupuestarios en el mundo desarrollado están en rojo, particularmente para el Reino Unido y los llamados países periféricos, o PIIGS —sigla comúnmente utilizada que agrupa a Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España (ver gráfico 2).



Acto II: Los mercados financieros pierden confianza en Grecia

Después que George Papandreou llegó a ser Primer Ministro de Grecia en octubre de 2009, y su partido Movimiento Socialista Panhelénico (PASOK) tomó el poder, el Ministerio de Finanzas de Grecia, entidad equivalente al Departamento del Tesoro de Estados Unidos, reveló lo que muchos ya sospechaban: la situación fiscal de Grecia era mucho peor de la que había sido presentada. El gobierno conservador anterior había manipulado sus estadísticas presupuestales para mostrar un panorama menos grave. Luego de esta revelación, los inversionistas en bonos griegos se sintieron cada vez más inseguros, y los rendimientos de los bonos soberanos de Grecia (que se mueven inversamente a los precios) se dispararon. Simultáneamente, las agencias clasificadoras, tales como Moody's y Standard & Poor's, comenzaron a colocar la deuda griega en "revisión negativa," una evidente señal de que las calificaciones estaban comenzando a bajar.

El mercado de bonos es un reflejo de la resistencia de los inversionistas para financiar la deuda europea. Para los bonos soberanos de la zona euro, el bono alemán a 10 años sirve como un *punto de referencia*, por eso, la diferencia (*spread*) entre los intereses de los bonos griegos respecto a los bonos alemanes es un indicador útil que permite saber cómo los mercados financieros ven el riesgo de la deuda griega. A inicios de noviembre de 2009, el *spread* del bono griego respecto al alemán a 10 años comenzó a ampliarse cuando Grecia superó a Irlanda como el país de la zona euro con mayores dificultades fiscales (ver gráfico 3). Esta tendencia continuó durante el primer trimestre de 2010 y no fue hasta antes de abril que otros *spreads* de deuda de la zona euro comenzaron a incrementarse considerablemente, junto con una elevación meteórica en el *spread* griego.

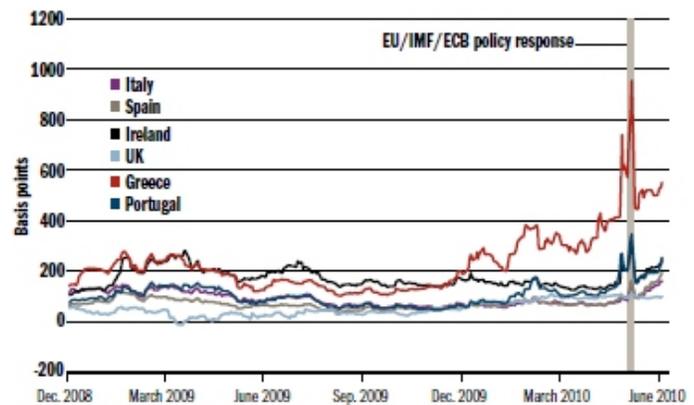
Otro indicador útil de la confianza del mercado de bonos es el mercado de swaps de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés), los cuales son instrumentos derivados utilizados para proteger al poseedor del bono en caso se presente un problema crediticio, como por

ejemplo, un incumplimiento de pago o una restructuración. Un CDS de un bono soberano griego puede ser considerado como un contrato de cobertura, o una protección de la inversión contra la posibilidad de un incumplimiento de pago. En este mercado, el *spread* del CDS respecto a un título de deuda refleja la visión de los inversionistas sobre la capacidad crediticia del país subyacente. Como sucede con los *spreads* de los bonos, los *spreads* de los CDS muestran el aumento de precio que un inversionista paga para adquirir protección contra el incumplimiento de pago griego (ver gráfico 4).

Después que Fitch redujo la calificación el 8 de diciembre de 2009, el Primer Ministro Papandreou reveló un plan para reducir el déficit presupuestario (de 16.35) en 4 puntos porcentuales. (Nótese que hacia finales de octubre de 2009, el gobierno había esperado que el déficit presupuestal sea el 6 por ciento del PIB). Frente a los elevados costos de interés y para convencer a los mercados financieros de su capacidad crediticia, Papandreou anunció la primera de varias medidas de austeridad, que incluyó recortes de presupuesto, aumentos de impuestos, y otros cambios fiscales (como la lucha contra la evasión de impuestos) con el objetivo de disminuir el déficit público inmediato y reducir el ratio deuda/PIB en el futuro. A pesar de eso, tal como lo indica el crecimiento del *spread* de los bonos, muchos tenedores de la deuda griega fueron escépticos de que dichas reformas podrían ser llevadas a cabo con éxito. Más adelante, al confirmarse la dificultad de promulgar estas reformas, inmediatamente los opositores a dichos recortes iniciaron protestas en las calles de Atenas.

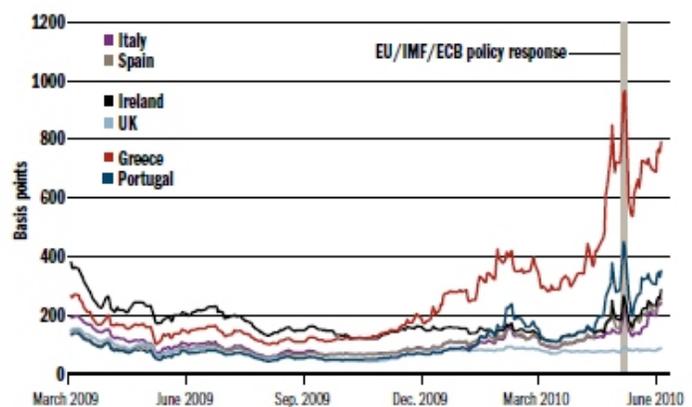
El drama político y financiero en Grecia ha oscilado entre grandes protestas y renovados y audaces planes de austeridad, todo junto con una constante pérdida de confianza del mercado, demostrada en el aumento del *spread* de los bonos y CDS. En tal sentido, Grecia comenzó a caer en el círculo vicioso de la pérdida de confianza del mercado. En la medida que los costos de intereses del país se elevaban, se propusieron reformas presupuestarias para recuperar acceso al mercado financiero, a pesar de que esas reformas podían afectar el crecimiento a corto plazo (si se pudieran a llevar a cabo, a pesar de las protestas públicas). Estas preocupaciones crearon un gran pesimismo sobre la posibilidad

Chart 3
European Bond Spreads: 10-Year Bond Spread to German Bonds



Note: Data are through June 2010.
Source: Bloomberg

Chart 4
5-Year European CDS Spreads



Note: Data are through June 2010.
Source: Bloomberg

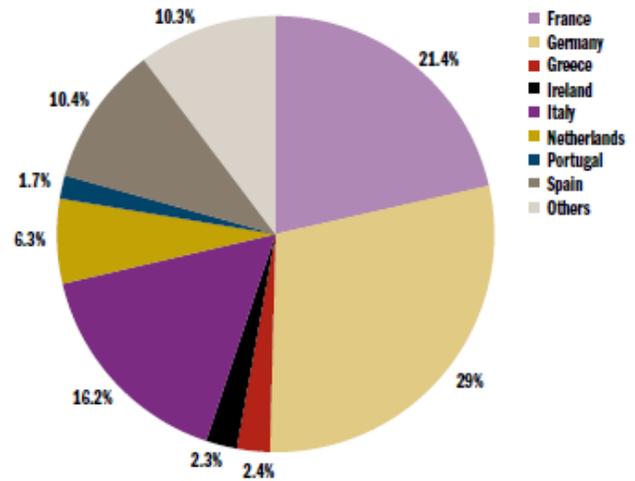
de que Grecia salga de su problema de deuda, creándose así mayores ventas de los bonos griegos y tasas de interés más altas. Además, ya que Grecia es un país miembro de la Unión Monetaria Europea (EMU, por sus siglas en inglés), no devaluaría su tipo de cambio y así ganaría competitividad en sus exportaciones. El hecho de estar amarrada a una sola moneda, al principio fue una bendición que trajo un crecimiento económico por encima del promedio de la región, pero de repente se convirtió en una limitación para Grecia, pues tenía una herramienta menos para poder salir de su deuda.

Acto III: La crisis se extiende a Europa

Los mercados financieros perdieron mucha confianza en Grecia. Para complicar más la situación, el rescate de los bonos es inminente. La ausencia de un plan sólido para consolidar sus finanzas ha generado temor de un incumplimiento del pago o reestructuración. ¿Qué significa esto para el resto del mundo? Grecia representa un pequeño porcentaje de apenas 2.4 por ciento del PIB total de los 16 países miembros de la zona euro (ver gráfico 5) y una fracción aun más pequeña de la economía mundial, por lo cual parece poco probable que sus problemas financieros puedan extenderse a la economía mundial.

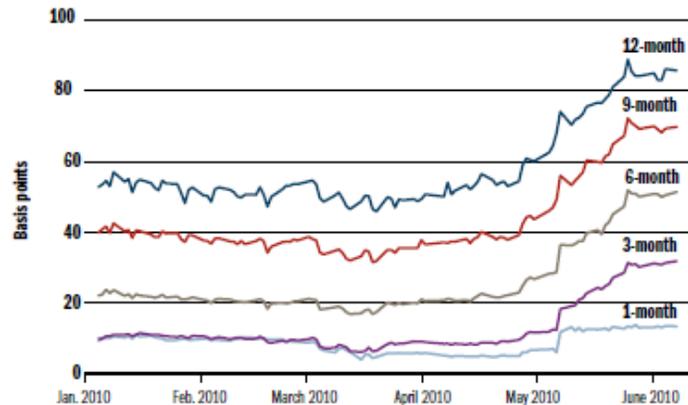
Sin embargo, algunos analistas tienen varias razones para estar preocupados por que la crisis de Grecia pueda extenderse al resto de Europa, y probablemente mucho más allá. Los sistemas bancarios de otros países son grandes tenedores de la deuda soberana griega y son vulnerables frente a problemas crediticios, como por ejemplo, si Grecia tuviera que reestructurar los pagos de sus bonos lo cual llevaría a un incumplimiento parcial de pago. Los choques de liquidez para el sistema bancario mundial podrían ser significativos si una gran institución financiera europea quebrara, tal como sucedió cuando Lehman Brothers colapsó en Estados Unidos y afectó a los mercados internacionales. Según información proporcionada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), los mayores tenedores de la deuda griega, fuera de Grecia y del Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés), son los bancos franceses y alemanes.

Chart 5
Euro-area GDP



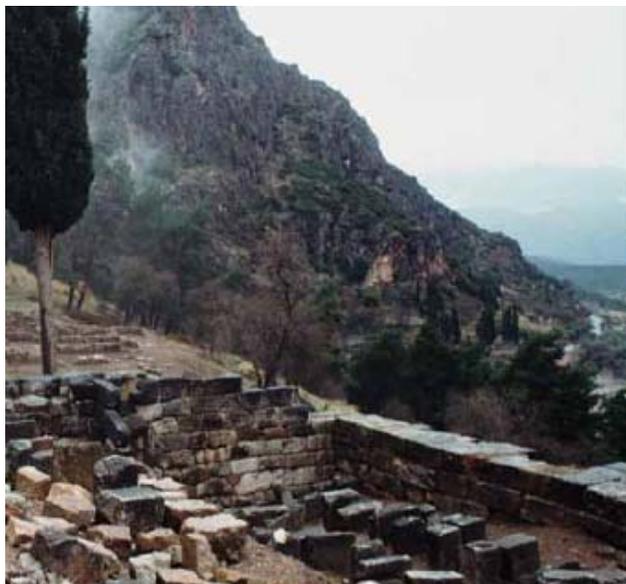
Source: Statistical Office of the European Communities

Chart 6
Dollar LIBOR-OIS Spread



Note: Data are through June 2010.
Source: British Bankers' Association, Bloomberg

Este tipo de contagio también tiene el potencial de propagarse fuera de Europa. Aparte de las caídas en los mercados de valores a nivel mundial (pero especialmente en Europa), los mercados financieros han visto otros signos preocupantes de tensión. Uno de estos indicadores es la tasa cobrada en el mercado de préstamos interbancarios. La mejor aproximación es la LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) una tasa que es fijada diariamente por un grupo de 16 grandes bancos comerciales localizados en diversas partes del mundo. El *spread* entre la tasa LIBOR y la tasa OIS (*Overnight Index Swap*), que traza el camino esperado de la política monetaria, refleja la cantidad de riesgo crediticio que los sospechan unos de otros.



El gráfico 6 muestra como este *spread*, a través de diferentes plazos, ha subido en las últimas semanas del segundo trimestre. El *spread* a tres meses, por ejemplo, se triplicó a partir de una base de 10 puntos básicos (bps) en abril y 31 bps hasta el 27 de mayo. La diferencia en el *spread* pagado por los tres bancos estadounidenses del grupo y los 13 bancos extranjeros ha sido mucho mayor, y refleja la percepción cada vez mayor del riesgo crediticio en bancos europeos. Debido a que el *spread* LIBOR-OIS es utilizado con frecuencia como un *benchmark* para otras tasas de interés, un incremento en dicho *spread* tiene consecuencias para los consumidores y empresas a nivel mundial, creando un canal a través del cual el miedo de un posible incumplimiento de pago en Europa podría añadir estrés a los préstamos bancarios y llevar a una elevación de las tasas de interés a nivel

mundial. Todavía, el *spread* LIBOR-OIS se encuentra muy por debajo de los picos que alcanzó durante la reciente crisis financiera.

Aparte de las perturbaciones del mercado financiero que acompañarían a un posible problema crediticio de los bonos griegos, la situación tiene otro potencial contagio. Todos los países PIIGS tienen problemas fiscales de diversos grados, siendo el más severo el de Grecia. Si los inversionistas se encuentran cada vez más reacios a mantener la deuda de estos otros países, temiendo que así como Grecia ellos no puedan ser capaces de implementar las reformas necesarias para disminuir sus problemas de deudas o reforzar el crecimiento económico, entonces el contagio sería inminente. De hecho, los *spreads* del bono y CDS comenzaron a ampliarse, en la primavera europea, para otros países pero no para Grecia. Esto era una indicación de que los inversionistas estaban comenzando a pensar dos veces sobre la deuda de varios gobiernos europeos. En los últimos meses, de acuerdo con Grecia, las agencias clasificadoras han bajado la calificación de la deuda de España y Portugal, exacerbando aun más el estrés en los mercados de financiamiento soberanos.

Con estas preocupaciones en mente, los inversionistas han estado demandando, en los últimos meses, que los encargados de formular las políticas trabajen de manera coordinada para ofrecer una respuesta paneuropea a la crisis de la deuda y a la crisis fiscal.

Acto IV: Los rescates

Con Grecia apartada del mercado de bonos para financiamiento y con repagos adeudados en mayo de 2010, algo tenía que hacerse más allá de las medidas de austeridad propuestas por el gobierno griego. El 23 de abril de 2010, el Primer Ministro Papandreou solicitó oficialmente 56 mil millones de dólares a la Unión Europea y al Fondo Monetario Internacional (FMI). La subsiguiente caída de la calificación de país por parte de las agencias clasificadoras de crédito así como el nerviosismo del mercado financiero mostraron que este monto no era suficiente.

Al principio, los gobiernos europeos estuvieron reacios a actuar, inclusive el gobierno alemán; sin embargo, después de negociaciones urgentes con los líderes alemanes, que concluyeron el 2 de mayo de este año, la Comisión Europea, junto con el FMI, se acordó conceder un paquete de rescate de 140 mil millones de dólares a favor de Grecia. La respuesta inicial fue un fuerte ajuste en los *spreads* y un aumento en las acciones europeas. Sin embargo, este optimismo dio paso a un creciente escepticismo de que este rescate no sería más que una solución temporal. En efecto, ahora Grecia no debería emitir bonos en los próximos tres años. Algunos analistas sugieren que esto representa una falta de incentivo para que el gobierno griego realmente pueda poner sus finanzas en orden.

Efectivamente, después de la euforia inicial que tuvieron con el paquete de 140 mil millones de dólares para Grecia, los mercados europeos comenzaron a declinar en todos los ámbitos. Algunos inversionistas temían que estuviera a punto de suceder un contagio total. Después de un fin de semana de negociaciones permanentes, la Comisión Europea anunció a primera hora del 10 de mayo que habían acordado otorgar un paquete de rescate por un valor de 957 mil millones de dólares a favor de gobiernos europeos que se encontraran en problemas financieros. De esta cantidad total, 76 mil millones de dólares estarían disponibles a través de un fondo de la Unión Europea originalmente utilizado para proporcionar estabilidad a países con problemas de balanza de pagos durante la crisis financiera. Sin embargo, el mayor compromiso era establecer un mecanismo de rescate denominado "*special-purpose vehicle*" de 560 mil millones de dólares, operado por la zona euro. Aunque todavía no están claros los detalles operativos, este vehículo es esencialmente una forma de levantar fondos de manera colectiva para brindar financiamiento a los países de la zona euro que, de otra manera, estarían imposibilitados de acceder a mercados financieros. Además, el FMI proporcionaría hasta 321 mil millones de dólares como ayuda a través de sus mecanismos acostumbrados, aunque nunca antes se había iniciado un paquete de rescate de tal magnitud. Por otro lado, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que comenzaría a comprar títulos de deuda pública y privada a través de un programa de mercado de valores (*securities market program*) con el fin de estabilizar los mercados financieros. Efectivamente, una semana después, el BCE compró 21 mil millones de dólares en deuda soberana europea. La respuesta de los mercados financieros ante este paquete de rescate fue decidida. Además, el 10 de mayo, la Reserva Federal de Estados Unidos reabrió sus líneas de crédito *swap* con el BCE así como con otros bancos centrales (ver recuadro).

Luego de la segunda respuesta, que incluyó ayuda para toda la zona euro, los inversionistas dejaron que sus esperanzas crezcan—y como resultado, los mercados surgieron—solo para disminuir sus expectativas debido a la falta de detalles claros que rodeaban la implementación de los programas. El éxito o fracaso de los países de la zona euro en la estabilización de sus economías dependerá de la posibilidad de realizar las reformas necesarias para apuntalar sus déficits presupuestales, reducir sus ratios de deuda, y recuperar la competitividad en términos de costos laborales. Sin embargo, hasta ahora la tasa de cambio euro/dólar ha disminuido constantemente en el segundo trimestre, y muchos

analistas pronostican una mayor depreciación.

Lecciones acerca de la deuda soberana

La lección para la zona euro está relacionada con la complicada naturaleza de tener una política monetaria común con políticas fiscales diversas, de acuerdo a muchos economistas, incluyendo a Barry Eichengreen, economista de la Universidad de California, Berkeley, quien ha escrito ampliamente sobre este tema. Sin un adecuado monitoreo fiscal dentro de la zona euro que haga funcionar la unión monetaria, países como Grecia, con políticas que elevan la deuda pública y permiten la pérdida de competitividad, tienen el potencial de encontrar problemas. Una lección más amplia que se puede obtener de la crisis fiscal de Grecia se aplica a cualquier país que tiende a gastar demasiado, es decir, la amenaza de una crisis de confianza, o la renuencia de los inversionistas a confiar en la capacidad de un país para poner sus finanzas en orden.

Sólo el tiempo dirá cómo Grecia y sus socios europeos recuperarán la estabilidad y la confianza de los inversionistas. Para el caso de otros países, la crisis fiscal griega ha sido un recordatorio aleccionador de cuán precarias son las finanzas gubernamentales en este mundo post-recesión.

Este artículo fue escrito por Andrew Flowers, analista económico del Atlanta Fed.

Recuadro

El regreso a las líneas swap del Banco Central

El 10 de mayo de 2010, la Reserva Federal de Estados Unidos reanudó los "acuerdos de divisas de carácter temporal," conocidos como líneas *swap*, con el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales de Inglaterra, Japón, Canadá y Suiza. La Reserva Federal restableció las líneas *swap* iniciadas durante la crisis financiera del 2007-2008.

Las líneas *swap* permiten que la Reserva Federal envíe dólares estadounidenses a los bancos centrales a cambio de un valor equivalente en la moneda de aquellos países. El objetivo es proporcionar liquidez a las instituciones financieras en todo el mundo. Bajo este acuerdo, el BCE, por ejemplo, solicita dólares a la Reserva Federal y a cambio le envía euros por el mismo valor -por eso se utiliza el término *swap* (permuta). Los bancos centrales subastan los dólares al mejor postor, típicamente instituciones financieras que necesitan dólares para cumplir con sus obligaciones de corto plazo. El postor más alto paga un mayor interés sobre el préstamo en dólares después de un determinado plazo, generalmente de 84 días.

El concepto subyacente de las líneas *swap* es que los bancos y las empresas alrededor del mundo realizan transacciones comerciales en dólares estadounidenses, además de hacerlo en su moneda local, de manera que los bancos extranjeros necesitan dinero en ambas monedas. Si la escasez del dólar en Europa y en otros mercados empeora, los problemas podrían extenderse hacia Estados Unidos.

Cuando el acuerdo termine en enero de 2011, la Reserva Federal y los bancos centrales intercambiarán nuevamente las monedas, la Reserva Federal regresará los euros y otras monedas, y el BCE y los otros bancos devolverán los dólares. Estas transacciones no exponen a la Reserva Federal a riesgos de tasa de cambio porque los cambios ocurren a la misma tasa, tanto al comienzo como al final de la transacción.