

# La sostenibilidad de la deuda griega, a debate

Pablo Guijarro y Álvaro Lissón\*

## 1. El año 2009 ha puesto fin a un período de intenso dinamismo económico

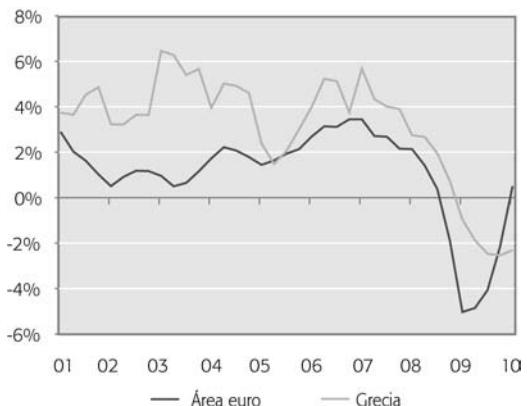
Grecia ha sido una de las economías del área del euro que más ha crecido en los últimos años y acelerado su proceso de convergencia hacia el resto de economías más potentes de la zona. No obstante, después de acumular varios años de fuerte expansión económica, con un crecimiento del PIB que ha promediado un 4 por 100 entre los años 2000 y 2008, la economía griega ha registrado una contracción del 2 por 100 en 2009, en consonancia con la recesión de la economía mundial. La moderación registrada por la inversión empresarial, en un contexto de restricción crediticia y de desfavorables perspectivas económicas, ha sido el principal factor explicativo de la contracción. Una contracción que ha sido inferior a la registrada por la media del área del euro, en concreto la mitad, y que encuentra explicación en el efecto compensador que en el caso de Grecia ha ejercido la demanda externa.

Con una aportación de 0,7 puntos porcentuales a la variación del PIB, la demanda externa ha permitido amortiguar el drenaje de 2,7 puntos registrado por la interna. Una demanda interna que ha aguantado más que otras economías del área del euro gracias al apoyo del consumo público que, con un crecimiento del 9,6 por 100 anual, ha permitido compensar en cierta medida la caída del consumo privado (-1,8 por 100 anual) y de la formación bruta de capital (-13,4 por 100 anual). No obstante, la

aportación de la demanda externa se ha dado en un contexto de fuerte corrección de las exportaciones (-18,1 por 100 anual), incluso superior a la media del área del euro, pero que se ha visto compensado por el intenso deterioro de las importaciones (-14,1 por 100 anual). Y es que en el caso de Grecia, la pérdida de tracción de las exportaciones se ha visto impulsada no sólo por la debilidad de la demanda interna de sus principales socios comerciales, sino también por la pérdida de competitividad acumulada en los últimos años.

Gráfico 1

CRECIMIENTO DEL PIB EN GRECIA Y ÁREA DEL EURO  
(tasa interanual)



Fuente: Ecwin.

\* Analistas Financieros Internacionales.



## 2. Grecia es uno de los países menos competitivos del área del euro

Uno de los aspectos más destacados de la economía griega en los últimos años ha sido el intenso repunte de la inflación, auspiciado por un modelo de crecimiento basado en la demanda interna, con la consiguiente pérdida de competitividad de sus productos en términos de tipo de cambio efectivo real (en adelante TCER), en cualquier índice de precios que se considere.

Tradicionalmente, el diferencial de inflación de Grecia con el área del euro ha sido positivo. En media, y desde el año 2000, el diferencial se ha situado por encima del punto porcentual, superando esta referencia en aquellos años en los que el diferencial de crecimiento ha sido positivo a favor de Grecia. Pero este hecho no se ha debido únicamente al mayor dinamismo de la economía griega, sino también a factores estructurales vinculados al funcionamiento del mercado laboral. El rápido aumento de los costes salariales, en consonancia con el repunte de la inflación, ha contribuido a una espiral de precios y salarios que ha derivado en un incremento proporcionalmente superior de los costes laborales en comparación con el registrado por la media del área del euro.

Si observamos la evolución del TCER deflactado mediante el índice de precios al consumo, Grecia es uno de los países del área del euro que ha experimentado una mayor pérdida de competitividad desde el año 2004. El TCER se ha incrementado desde el año 2004 algo más de

un 6 por 100, mientras que en el conjunto del área del euro apenas lo ha hecho en un 1 por 100. Teniendo en cuenta que el proceso de convergencia hacia el área del euro ha permitido una mayor integración comercial entre los países miembros, el diferencial positivo de inflación de Grecia respecto a los países del área explica la divergencia en la respectiva evolución de sus TCER.

En un contexto de debilidad de los fundamentos que sustentan la demanda interna en la economía griega, donde el ajuste del sector público tendrá implicaciones sobre su evolución, la corrección del tipo de cambio efectivo real se configura como un factor clave para que los



productos griegos ganen competitividad frente a sus principales competidores. Grecia está integrada en un área monetaria lo que impide que se produzca un ajuste del tipo de cambio efectivo real vía tipo de cambio, por lo que el ajuste debería recaer en los precios internos.

### 3. Situación de las finanzas públicas y análisis de la sostenibilidad

#### 3.1. Intenso deterioro de las finanzas públicas

Un aspecto destacado de la última crisis financiera y económica ha sido el intenso deterioro de las finanzas públicas a nivel global, y en particular en las economías avanzadas, una cuestión que ha sido importante en el caso de Grecia. El déficit público del país heleno ha cerrado 2009 en el 13,6 por 100 del PIB, tan sólo superado por Irlanda (14,3 por 100), y 7,3 puntos porcentuales por encima del déficit en el agregado del área del euro. La ratio de deuda pública sobre el PIB se ha situado en el 115,1 por 100, frente al 78,7 por 100 de la media del área y tan sólo superado por Italia que, con una ratio de deuda del 115,8 por 100, lidera la clasificación dentro de la zona.

El pronunciado incremento del déficit público se debe principalmente a los siguientes factores:

1. El impacto de los estabilizadores automáticos, con el aumento de los subsidios por desempleo como principal factor explicativo.
2. Los planes de apoyo económico-financiero adoptados, en línea con el "European Economic Recovery Plan (EERP)", basados en estímulos para la inversión y para el consumo.
3. La contracción de la actividad sobre la evolución de los ingresos financieros.

Teniendo en cuenta que altos niveles de endeudamiento sobre el PIB reducen la capacidad de crecimiento futuro de la economía, se refuerza la necesidad de que se pongan en práctica planes de saneamiento fiscal con el fin de reconducir la situación de las finanzas públicas, aunque en el más corto plazo tenga implicaciones a la baja sobre el crecimiento económico.

La delicada situación de Grecia es compartida por otras economías del área del euro que, como veremos en el punto posterior, ha desatado una oleada de aversión al riesgo soberano sin precedentes, donde los diferenciales

de rentabilidad de la deuda respecto a Alemania de aquellos países con mayores problemas de consolidación fiscal se han disparado.

#### 3.2. El mercado de deuda pública del área del euro: la inestabilidad por bandera

Desde la parte final de 2009 hemos asistido a un incremento de la tensión en los mercados de deuda pública del área del euro. La presión se concentró inicialmente en la deuda de Grecia, que durante el mes de diciembre de 2009 experimentó un aumento de su diferencial de tipos de interés frente a Alemania, especialmente en el tramo a 10 años, que apenas tuvo traslado al resto de emisores europeos.

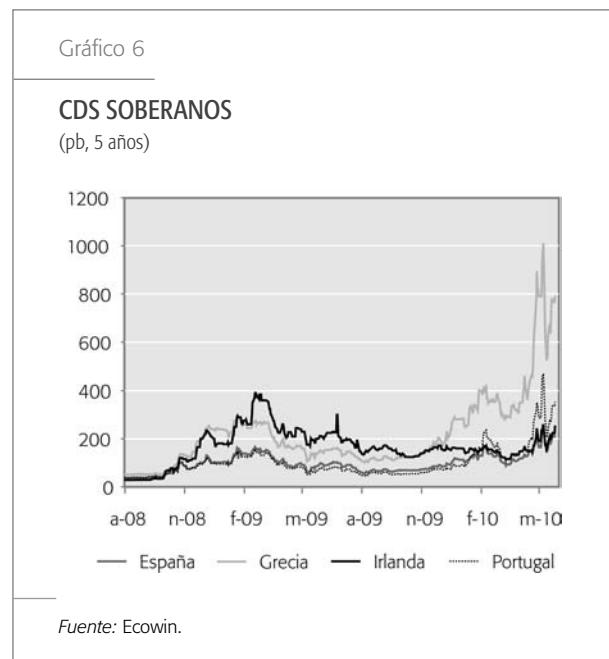
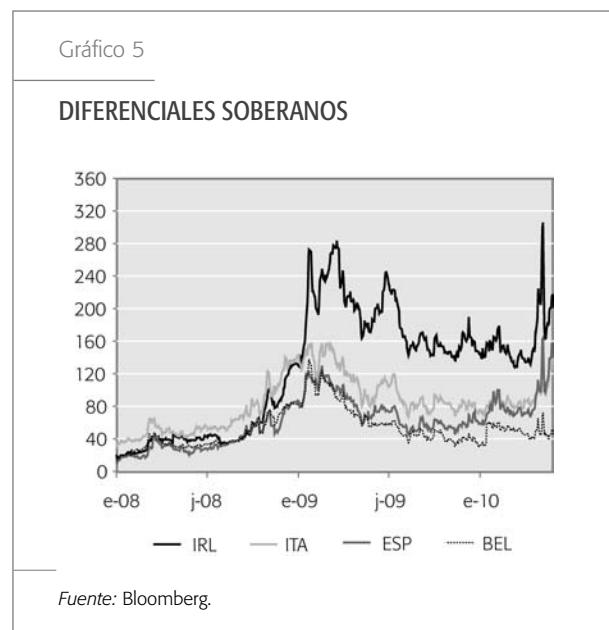
El mercado comenzaba a poner en precio no sólo al nivel de deterioro de las cuentas públicas experimentado por Grecia, sino adicionalmente a las pobres perspectivas de crecimiento y dificultades que la economía helena afrontaría en el futuro para devolver al equilibrio las cuentas públicas. Un elemento que tampoco contribuyó a tranquilizar el ánimo de los inversores fue la constatación de que las estadísticas económicas en Grecia se habían estado manipulando durante los últimos años, dando lugar a una infravaloración de las cifras de endeudamiento y déficit público.

El traslado a otras economías de la región no tardó en producirse, especialmente a aquellas que guardaban, aparentemente, similitudes con Grecia, con un deterioro más acentuado de las cuentas públicas y unas perspectivas de crecimiento más pobres. La periferia europea ha concentrado, desde el inicio del ejercicio, el castigo de los inversores.

La inestabilidad de los mercados ha llegado a ser de magnitud tal que los diferenciales de deuda pública soberana de las economías de la periferia frente a Alemania se han incrementado hasta niveles no observados desde el inicio de la década. Por un lado, la presión vendedora ha motivado un tensionamiento de los tipos de interés de economías como Grecia (la TIR a dos años ha llegado a cotizar en cotas superiores al 18 por 100) y un movimiento de refugio en la calidad que ha llevado los tipos de interés de Alemania a niveles mínimos históricos en todos sus plazos. Para muestra: el tipo de interés a dos años cotiza por debajo del 0,5 por 100, mientras que a 10 años ha caído a niveles del 2,60 por 100.

Otra medida de los temores del mercado la tenemos en los CDS, si bien en este caso su reducida representatividad nos lleva a limitar la utilidad de la información con-

tenida en su movimiento (en términos relativos, el volumen nocional negociado en este mercado apenas representa más de un 10 por 100 del total de la deuda emitida por las economías). En cualquier caso, el movimiento ha sido similar al registrado por los diferenciales de los bonos de contado.



### 3.3. ¿Especulación o elementos reales de castigo?

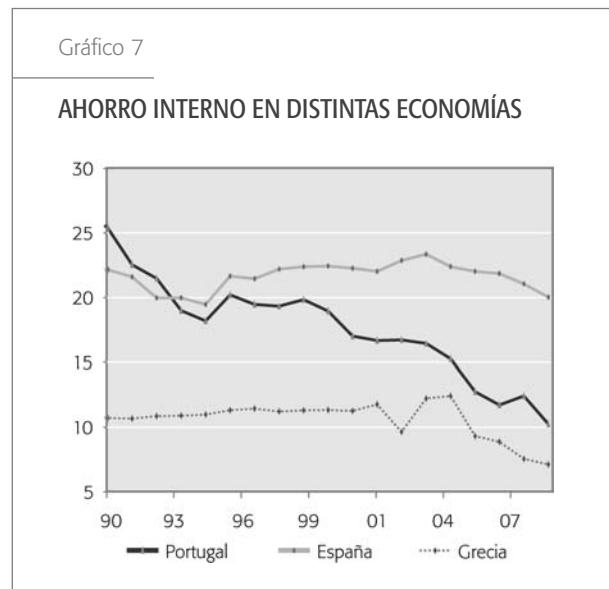
En este sentido, se ha generado un intenso debate acerca de la mayor o menor justificación de los movimientos del mercado de deuda pública, que han terminado

contaminando también el comportamiento de las bolsas y especialmente del euro, cuya cotización ha caído a plomo desde el inicio de 2010. En términos de tipo de cambio efectivo nominal, el valor de la divisa europea ha cedido hasta cotas no observadas desde 2006, en lo que representa una depreciación superior al 10 por 100.

Conviene constatar que los factores que ha puesto en precio el mercado no sólo tienen que ver con los niveles de déficit alcanzados en 2009, sino, como hemos comentado en la introducción, con la capacidad de los países para reducir estos desequilibrios en el futuro, en un contexto de débil crecimiento.

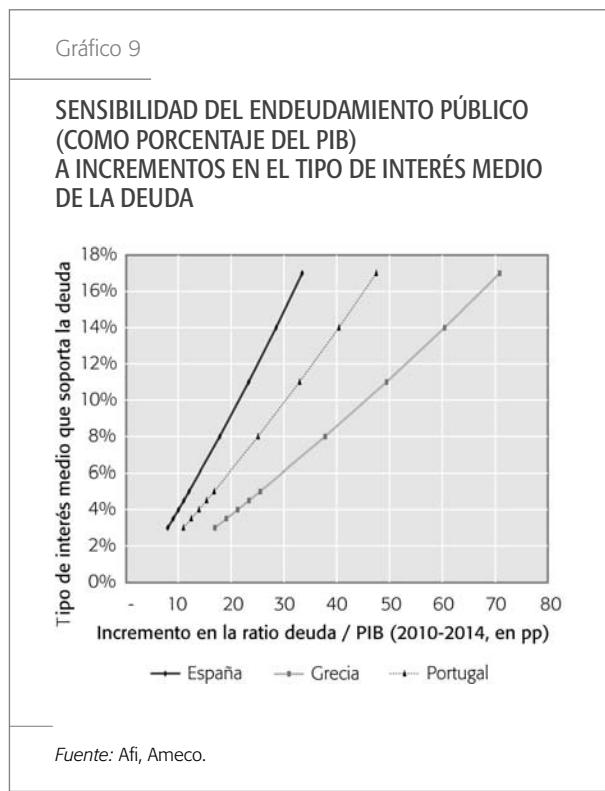
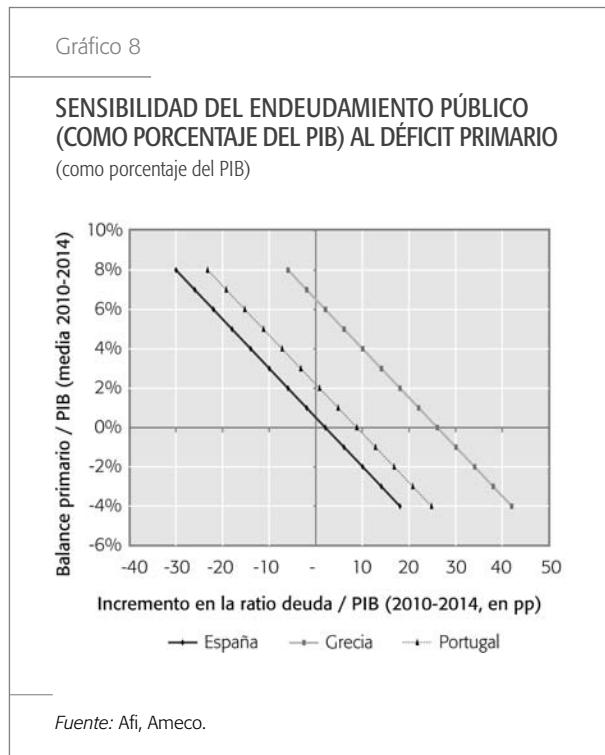
En cualquier caso, es preciso señalar que no todas las economías de la periferia de Europa se encuentran, ni mucho menos, en la misma posición de vulnerabilidad que se detecta en Grecia. Sin ánimo de desviar la atención de la cuestión griega, entendemos oportuno contrastar su situación con la de economías como España. Hay tres factores que marcan la diferencia, no sólo con Grecia sino también con Portugal:

1. El ahorro interno
2. La diversificación del sector exterior
3. La base inversora doméstica, mucho más amplia en el caso español.



Por otro lado, conviene constatar que la sensibilidad de las cuentas públicas de España a un deterioro en los costes de financiación y el déficit primario (el que excluye el componente financiero del déficit) es muy inferior a la que se observa en Grecia y Portugal. Tal y como se puede

observar en los gráficos 8 y 9, el incremento de la ratio de deuda pública asociada a aumentos en los costes de financiación o a una profundización de los déficit primarios es muy superior en Grecia y Portugal, respectivamente, a lo que se detecta en España.



Esta conclusión no debe servir de excusa para posponer reformas que garanticen retornar a tasas positivas de crecimiento en el futuro, elemento clave para garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas, como veremos en el último apartado.

### 3.4. Resumen de las medidas adoptadas para aliviar las necesidades de financiación en el seno del área del euro

El ECOFIN, el BCE y el FMI han respondido con una acción coordinada y conjunta al castigo ejercido por el mercado a los activos de la periferia del área del euro. El nivel de penalización alcanzado exigía una respuesta global, consensuada a nivel europeo, y con la vocación firme de frenar la oleada de riesgo sistémico desatada tras las dificultades en la resolución de la crisis griega.

Así, el ECOFIN, en colaboración con el FMI, ha confirmado la puesta en marcha del programa de ayuda a Grecia y adicionalmente ha aprobado un conjunto de medidas destinadas a preservar la estabilidad en el área del euro, incluyendo un mecanismo europeo de estabilización financiera por un importe de hasta 500.000 millones de euros, articulado en dos tramos:

1. El primero, y por un importe de 60.000 millones de euros, se enmarca dentro del Art. 122.2 del Tratado de la UE, por el que se permite la activación de ayuda financiera a estados miembros en dificultades, originadas por situaciones excepcionales, como la actual. Su puesta en marcha, de producirse, se hará con una condicionalidad similar a la impuesta en las ayudas del FMI.
2. El segundo se configura como un vehículo de propósito especial, por el cual los estados miembros de la UE, de forma coordinada y respetando la normativa nacional, se comprometen a aportar hasta 440.000 millones de euros, durante un período máximo de tres años.

Al compromiso europeo, se añade el del FMI, que participará en el acuerdo proporcionando, al menos, la mitad de los recursos aportados por la UE. De esta forma, el montante total de ayuda potencial a estados miembros en dificultades asciende a 750.000 millones de euros.

Con el acuerdo político alcanzado en el seno de la UE se refuerza el mensaje de cohesión europea y predisposición a resolver la crisis soberana actual, un pilar fundamental de cara a garantizar la estabilidad del euro, y se abre la

puerta para que el BCE pueda aumentar su activismo, sin comprometer su independencia.

En este sentido, las nuevas medidas anunciadas por el BCE, nada más conocerse el programa del ECOFIN, suponen un paso al frente, al confirmar su intervención en los mercados de deuda pública y privada del área del euro (Securities Markets Programme, SMP) en los que se detecten disfunciones. Con el objetivo de no alterar el esquema de política monetaria, el BCE llevará a cabo actuaciones de re-absorción de la liquidez inyectada bajo el SMP.

La combinación de: (i) el desbloqueo de la ayuda a Grecia; (ii) los volúmenes comprometidos en la ayuda (elevados); (iii) el consenso político (aunque tardío) a la hora de establecer un mecanismo europeo de gestión de la crisis, y con visión de largo plazo; (iv) la participación del BCE, reforzando su intervención en los mercados y siendo la única autoridad que puede hacerlo de forma inmediata y sin límites de cantidad; y (v) la exigencia de mayores ajustes fiscales para aquellos países con una posición de sus finanzas públicas más vulnerable debería servir para contener las presiones sobre los mercados de deuda pública del área del euro, y limitar posibles episodios de contagio cuando las dificultades atañen a un único Estado miembro.

### 3.5. El futuro: ¿es suficiente con la cobertura?

Con las medidas adoptadas se protege a los estados que puedan verse afectados por problemas de financiación similares a los experimentados por Grecia durante los próximos años. En el caso heleno, la protección cobra gran

importancia puesto que ha permitido captar financiación a un tipo de interés inferior al que tendría que soportar en mercado y, por encima de todo, poder acceder a la misma en tiempo. Grecia afrontaba el vencimiento de 8.500 millones de EUR en mayo de 2010, que no podrían haberse refinanciado de no haber mediado la ayuda internacional.

Durante los próximos años, el mecanismo diseñado por ECOFIN y FMI permite no tener que exponerse a las condiciones de financiación que demande el mercado y asegurar el acceso a la financiación, surjan los obstáculos que surjan.

Pero, en ningún caso constituye la solución a los problemas que afronta Grecia, en este caso particular. Hemos de ser conscientes de que la economía griega afronta un período de ajuste prolongado, motivado no sólo por la debilidad de su actividad privada sino también por el impacto de los planes de recorte establecidos para poder acceder a la ayuda internacional. La receta tradicional del FMI a la hora de aprobar ayudas a países en dificultades consistía, de forma breve, en un ajuste de su presupuesto público, subidas de tipos de interés y devaluación de la moneda. Todo ello, con el objetivo de que la debilidad inducida a la demanda interna fuese contrarrestada por la pujanza del sector exterior.

El hecho de que Grecia pertenezca a una unión monetaria limita los mecanismos de ajuste del primer apartado, dado que no tiene competencia sobre los tipos de interés y tampoco puede definir el valor de su moneda, en este caso el euro. Así, Grecia se enfrenta a un período prolongado de contracción económica (algunos análisis han concluido que los niveles de PIB nominal de 2007 no se

Tabla 1

## SENSIBILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN GRECIA A DISTINTAS VARIABLES

	Coste nominal (%)	Inflación (%)	Coste real (%)	Crec.PIB real (%)	Saldo primario	Deuda final (% PIB)
2008	4,60	4,24	0,36	2,02	-7.558	99,2
2009	4,10	1,35	2,75	-1,96	-20.057	<b>113,9</b>
2010	4,18	1,90	2,28	-4,00	-13.160	<b>126,5</b>
2011	4,45	1,00	3,45	-2,00	-6.543	<b>135,9</b>
2012	4,80	1,20	3,60	0,16	1.895	<b>140,4</b>
2013	5,07	1,40	3,67	0,96	6.480	<b>141,3</b>
2014	5,36	1,60	3,76	0,45	13.008	<b>140,4</b>
2015	5,54	1,70	3,84	1,40	13.848	<b>138,1</b>

Fuente: AfI, AMECO.

alcanzarán hasta 2017), donde el papel de las reformas estructurales es vital: son estas reformas las que de alguna manera pueden garantizar que Grecia adquiera la competitividad suficiente para que sus productos puedan ser comercializados en el exterior y generar crecimiento de esta manera.

Y la carrera no ha hecho más que comenzar, puesto que es en el éxito de estas reformas estructurales, y por lo tanto en la recuperación económica, en donde reside la clave para garantizar que la deuda pública no se convierta en insostenible. Y por tal entendemos, sencillamente, que el incremento de la ratio de deuda pública sobre PIB no se incremente de forma indefinida.

¿Por qué es tan importante el crecimiento? Pensemos que el ajuste planteado por Grecia supone que tiene que alcanzar niveles de superávit primarios cercanos a los 13.000 millones durante los próximos cinco años, algo inaudito, puesto que en el momento de mayor expansión económica, previo al estallido de la crisis financiera, el nivel de superávit alcanzado apenas rebasó los 2.000 millones de EUR, y por aquel entonces, la economía de Grecia crecía a ritmos del 4,5 por 100, mientras que ahora las previsiones del FMI apuntan a crecimientos inferiores al 1 por 100 durante el próximo lustro.

De esta manera, si las reformas planteadas no consiguen impulsar el crecimiento, el mecanismo de apoyo del ECOFIN y del FMI habrá resultado inservible, en la medida en la que dentro de tres años volveríamos a encontrarnos con el mismo problema de la primera mitad de 2010. Y

muy posiblemente, el mercado valore esta posibilidad a medida que transcurra el tiempo y los planes de consolidación vayan surtiendo efecto.

Por lo tanto, es clave que las políticas se orienten, de ahora en adelante, a fomentar el crecimiento, no sólo en Grecia, sino en el resto de países de la periferia de Europa. En estas políticas de medio plazo reside la clave para que el castigo, en términos de condiciones de financiación, vaya remitiendo progresivamente durante los próximos trimestres.

En todo caso, parece complicado que los diferenciales frente a Alemania vayan a remitir con intensidad en los próximos meses, en la medida en la que la recuperación de la confianza de los inversores pasa por medidas de medio plazo, como hemos descrito, y no tanto por recetas orientadas al futuro inmediato.

## Bibliografía

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2009): "ECOFIN, BCE y FMI actúan para contener la presión del mercado. El aspecto más positivo es la coordinación europea y la colaboración del BCE", mayo.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2009): "Se puede contener el riesgo sistémico en el mercado de deuda pública del área euro?", mayo.

COMISIÓN EUROPEA (2010): *Informe semestral de perspectivas económicas*, primavera.

FMI (2010): *World Economic Outlook*, capítulo 1: "Global prospects and policies", abril.