

Crisis de deuda en los países desarrollados

David Cano

Daniel Suárez*

1. Introducción

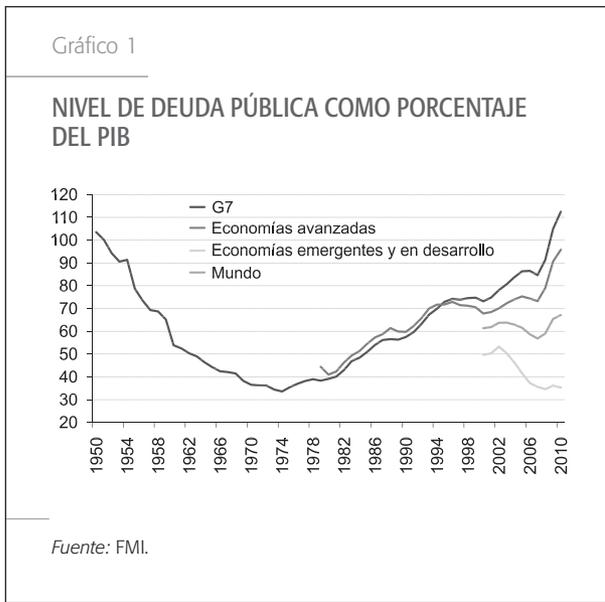
En marzo de 2009 se debatía sobre la capacidad para poner freno a la intensa caída del PIB en los países desarrollados. La discusión giraba en torno a dos puntos (entre otros). Por un lado, la eficacia de la política monetaria en un contexto de crisis financiera y, por lo tanto, de disfunciones en la transmisión vía canal bancario de los estímulos monetarios. El otro gran foco de discusión eran los efectos a corto, medio y largo plazo del fuerte incremento del gasto público dirigido a estimular la demanda agregada. Algo más de dos años después, existe consenso (al menos entre las autoridades económicas internacionales) en que las distintas medidas han funcionado. Se ha puesto fin a la crisis financiera, al menos, en lo que respecta a los problemas de solvencia de las entidades y a su exposición a activos financieros tóxicos. Y también se ha cerrado la Gran Recesión, como certifica que tanto EEUU como Alemania hayan marcado en el arranque de 2011 un máximo histórico en su PIB. Es tiempo ahora de debatir sobre las consecuencias de la crisis, de las medidas tomadas y de ciertos desequilibrios que no se han corregido sino que, en algunos casos, se han intensificado, como el elevado apalancamiento de los agentes, especialmente de las familias. Pero no son el único foco de preocupación. El esfuerzo de la mayoría de gobiernos por reducir la intensidad de la caída del PIB y minorar su impacto sobre la renta disponible de los ciudadanos, se ha traducido en un aumento del nivel de deuda hasta niveles que ponen en peligro su capacidad de pago,

más aún, si tenemos en cuenta el contexto de reducido crecimiento y las bajas tasas de inflación que se anticipan para los próximos años en los países desarrollados. Aspectos adicionales, como el envejecimiento de la población aumentan el interés por la sostenibilidad de la deuda pública y medidas para reducirla.

2. La deuda de los países del G7 supera el 100% del PIB. Aspectos comunes

Sin excepción. Todos los países desarrollados presentan una variación al alza en su nivel de endeudamiento desde que se inició la Gran Recesión. Como se puede observar en el gráfico 1, el G7 ha superado ya la cota del 100% del PIB, una situación que parece insostenible. Es verdad que no es la primera vez que se alcanzan estos niveles. Uno de los resultados, desde una perspectiva económica, de la Segunda Guerra Mundial fue un incremento del nivel de deuda en los principales países implicados hasta situarse en una cifra similar a la actual. Pero entonces, a diferencia de lo que se puede esperar ahora, comenzó un proceso de fuerte expansión del PIB nominal (tanto por aumento del PIB real como por la inflación) que favoreció una intensa cesión de la ratio. De hecho, el nivel de deuda de los estados en unidades monetarias continuó subiendo año a año, pero en menor proporción a lo que la hacía el PIB nominal. En la década de los sesenta del siglo pasado quedó bien claro que la mejor vía para pagar la deuda es creciendo y/o generando inflación. La sentencia contraria también es cierta: sin crecimiento y sin inflación (o, peor aún, deflación) es muy difícil (¿imposible?) reducir el endeudamiento.

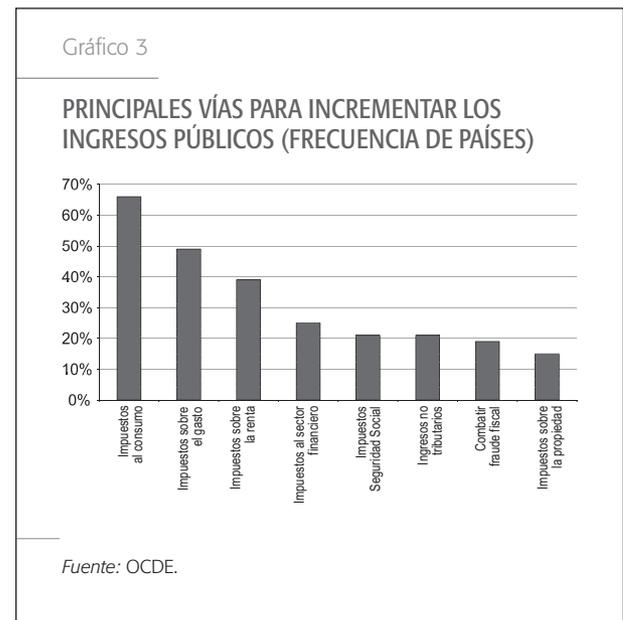
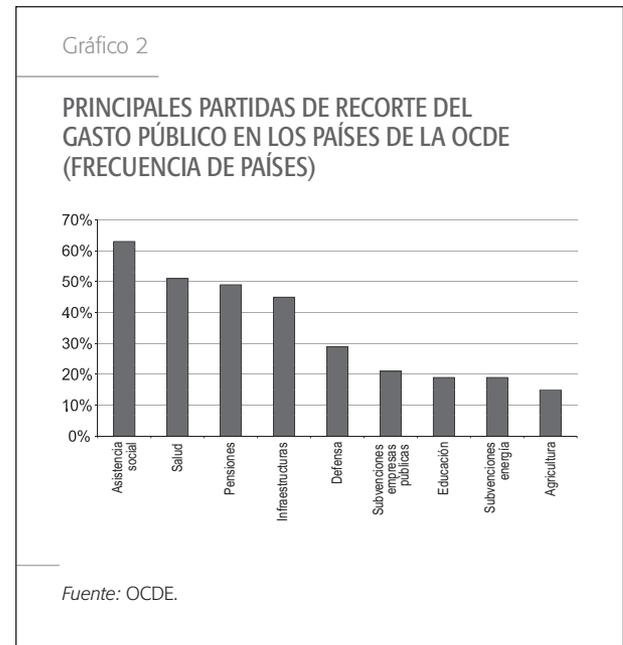
* Afinet Global EAFI y Analistas Financieros Internacionales.



Por lo tanto, nos encontramos en los países desarrollados (que no en los emergentes, como se aprecia en el gráfico 1) con un excesivo apalancamiento público que, a tenor de las expectativas de crecimiento del PIB y de la inflación, será difícil resolver si no se aplican importantes recortes del gasto público. Este ajuste presupuestario se revela como la única alternativa para recuperar la credibilidad fiscal, cuya consecuencia en términos de crecimiento económico es clara: no se puede esperar que el consumo público aporte crecimiento al PIB como antaño. Pero es que, además, cualquier reducción del gasto público pasa por un aumento de los impuestos, en gran medida por los de más fácil implantación, como es el caso de los impuestos al consumo (OCDE, 2011). La contrapartida de aumentar la presión fiscal en impuestos indirectos es el impacto sobre el consumo de las familias, otra de las variables que se van a ajustar a la baja en los países desarrollados. Y a todo ello se le deben sumar las consecuencias del envejecimiento de la población que, según el FMI (2010), puede suponer un aumento del gasto público de hasta el 10% anual en 2050.

3. Aspectos diferenciales por países. Variables que condicionan la sostenibilidad de la deuda pública

Por lo tanto, la obligación de consolidación fiscal se revela común a todos los países desarrollados y las alternativas para implantar también son similares. Ahora bien, existen elementos diferenciales que condicionan, no sólo la cuantía necesaria de reducción del déficit público y del nivel acumulado de deuda, sino también del ritmo al que se aplica.



3.1. Japón. Cuando el endeudamiento público convive con el ahorro doméstico

Uno de los casos más singulares es el de Japón. Como señala Garrote (2010), la larga etapa de recesión/estancamiento del país nipón desde el inicio de la década de los noventa ha derivado en un aumento de la ratio de deuda pública desde el 60% del PIB hasta el 200% en la actualidad. Sin embargo, a pesar de ser el Tesoro más endeudado del mundo, nadie habla de insostenibilidad y, si bien no presenta la máxima calificación crediticia, las notas actuales (AA- con perspectiva negativa según S&P) son elevadas.

Gráfico 4

EVOLUCIÓN DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA JAPONESA (EN %)



Fuente: Reuters.

Como se puede observar en el gráfico 4, la evolución de los niveles de rentabilidad en los últimos años tampoco sugiere la exigencia de primas por riesgo de crédito por parte de los inversores en títulos emitidos por el Tesoro japonés. Pero no se puede extrapolar al resto de países el mensaje tranquilizador que se extrae de la experiencia japonesa en las dos últimas décadas, dado que responde a ciertas especificidades económicas y financieras sólo presentes en aquel país. Pero, además, Japón debería ser consciente de que gran parte de esos factores estabilizadores van a revertirse a medio y largo plazo. Es prioritario, por tanto, implantar programas de consolidación fiscal, que el FMI (2011) cuantifica en un 12% del PIB entre 2011 y 2015.

Siguiendo a Garrote (2011), los elementos diferenciales con los que cuenta Japón y que permiten, de momento, que su Tesoro sume una deuda emitida por importe equivalente al 200% del PIB son:

1. Elevado volumen de activos financieros en manos de las administraciones públicas, que provocan que el endeudamiento neto se reduzca hasta el 100% del PIB.
2. El 40% del total de la deuda pública bruta está en manos de instituciones públicas o semipúblicas nacionales, que presentan un claro sesgo doméstico en la composición de su cartera de inversión financiera. Así, el Fondo de Reserva de las Pensiones Públicas posee más de un 10% del total de la deuda pública (es decir, una cantidad equivalente al 20% del PIB). Por su parte, el Banco de Japón, a

través de su particular *quantitative easing*, iniciado en marzo de 2001, cuenta con un 8% del total de la deuda emitida. Además, Japan Post, el mayor banco japonés que, aunque empezó a privatizarse a finales de 2007, todavía es propiedad del Gobierno en más de un tercio, posee el 25% del total de los pasivos del Tesoro (el 70% de su cartera de inversiones financieras es deuda pública del país).

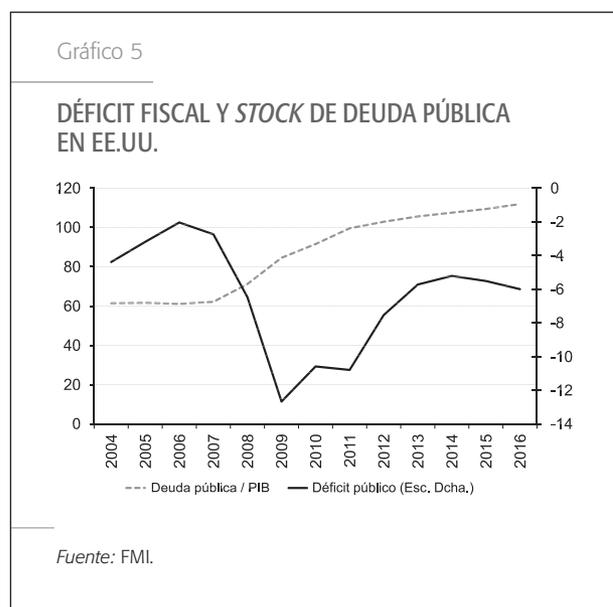
3. Importante ahorro de hogares y de empresas no financieras que se ha canalizado, a través de las instituciones financieras, hacia el mercado de deuda soberana japonesa. El *stock* de activos financieros por parte de las familias supone en torno al 300% del PIB, del cual, más de la mitad son depósitos que, en gran medida, son dirigidos por las instituciones financieras hacia la adquisición de títulos públicos.
4. Un último factor diferencial, consecuencia de los tres anteriores, es la escasa presencia de inversiones internacionales, ya que apenas acaparan un 5% del total de la deuda emitida.

En definitiva, si bien el Gobierno japonés es el más endeudado del mundo, la elevada tasa de ahorro nacional, junto con el persistente saldo positivo de la balanza por cuenta corriente, le permite contar con una más que suficiente demanda doméstica. La inexistencia de inversores internacionales es un claro elemento de sostenibilidad, a menos corto plazo, del déficit fiscal. En sentido contrario, depender de la financiación externa es uno de los principales elementos de vulnerabilidad, sobre todo a corto plazo, por la potencial negativa de los inversores a seguir adquiriendo deuda. Los casos de los denominados países PIIGS son un claro ejemplo.

3.2. EEUU. Cuando gozas de prestigio internacional y de un banco central "heterodoxo"

Decíamos en el apartado anterior que la urgencia por reducir el nivel de endeudamiento está condicionada por el porcentaje que de esa deuda esté en manos de no residentes. Según esta tesis, EEUU es un claro ejemplo de un país vulnerable, toda vez que a una ratio de deuda sobre el PIB que ha superado ya el 100%, se le debe sumar una proporción de tenedores no nacionales de bonos emitidos por su Tesoro del 50% y un persistente déficit por cuenta corriente (en el entorno del 3% del PIB). La advertencia por parte de la agencia de *rating* S&P el pasado mes de abril, al situar en perspectiva negativa la calificación crediticia (todavía sigue siendo la máxima, es decir, AAA), es toda una señal de que aquel país debe

comprometerse con un intenso proceso de reducción del déficit. Según el FMI (2011), este ejercicio va a saldarse con un desequilibrio presupuestario del 10,75% (el más alto entre las economías avanzadas), a pesar de que el PIB puede avanzar un 2,8%. En definitiva, será el único país que en 2011 experimente un aumento del déficit ajustado por el ciclo económico, a pesar de estar éste en una clara fase expansiva (señalábamos en la introducción que ya ha recuperado todo lo perdido durante la Gran Recesión). El FMI (2011) estima en un 11% del PIB el ajuste fiscal necesario en EEUU en el período 2011-2015. En el momento de escribir estas líneas, no se ha producido el acuerdo entre demócratas y republicanos sobre la reducción del gasto público, pero es clara la dirección que debe tomar en próximos meses. Ahora bien, la credibilidad internacional que todavía tiene EEUU y el papel de reserva internacional que juega el dólar estadounidense (USD) son factores que no introducen urgencia en el proceso de consolidación fiscal. Pero, insistimos, no eliminan su inquestionable aplicación.



En el caso de EEUU, juega a su favor, aunque sólo sea a corto plazo, la actitud de la Reserva Federal. Tras el éxito del primer programa de *quantitative easing*, mediante el que adquirió 1,25 billones de USD en titulaciones hipotecarias (MBS, por sus siglas en inglés) y 170.000 millones de USD en bonos senior emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac, el 3 de noviembre de 2010 anunció la puesta en marcha del *quantitative easing 2.0*¹. Según este programa, el banco central de EEUU ha comprado, hasta finales de junio de 2011, momento de su finalización, 600.000 millones de USD en deuda emitida por el

Tesoro estadounidense. En un claro ejemplo de monetización del déficit público, la Reserva Federal ha adquirido, según PIMCO², el 70% de toda la deuda emitida por el Tesoro de aquel país, hasta convertirse en el principal tenedor de *treasuries*. El apoyo, por tanto, del banco central a su tesoro vía aumento de la base monetaria ha sido clarísimo en EEUU, en una actuación justificada por el doble objetivo de la política monetaria: control de la inflación y pleno empleo. En este sentido, Chung y otros (2011) cuantifican en 1,5% la reducción de la tasa de paro (3 millones de puestos de trabajo) provocada por el QE 2.0., mientras que estiman que el impacto inflacionista será de hasta un 1% a mediados de 2011, lo que evitará la deflación, verdadero riesgo en EEUU, según la Reserva Federal (o, al menos, cuando se decidió implantar la nueva ronda de expansión monetaria, momento en el que las materias primas no habían iniciado la escalada en precio que llevó al barril de petróleo a la cota de 125 USD).

En conclusión, aunque la situación fiscal en EEUU, tanto por el nivel de déficit público (por encima del 10% del PIB) como por el volumen de deuda acumulada (superior al 100% del PIB) y las tenencias de no residentes (50%) podría calificarse como "preocupante", no es el caso, por más que S&P haya situado el *outlook* en negativo. La estabilización de los niveles de rentabilidad de la deuda pública es un claro reflejo de ello, similar a lo comentado para Japón. La credibilidad de EEUU, contar con la moneda de reserva internacional, así como la "complicidad" de su propio banco central, son factores que reducen la urgencia de aplicar un programa de consolidación fiscal. Pero que no sea urgente no implica, ni mucho menos, que no sea necesario.

3.3. España o el elevado nivel de endeudamiento privado

Nos adentramos ahora en Europa, donde las diferencias por países son notables. Y queremos llamar la atención sobre el caso español, dado que el Tesoro es uno de los que presentan una de las cotas más bajas de *stock* de deuda (ligeramente por encima del 60% del PIB). Pero está claro que los riesgos que perciben los inversores internacionales (quienes, por cierto, acaparan un 50% del total de deuda emitida, lo que aumenta nuestra vulnerabilidad) proceden de la agregación de la financiación del conjunto de la economía.

Es decir, en el diagnóstico sobre la necesidad de consolidación fiscal de un gobierno, debe analizarse la posi-

¹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>

² <http://www.pimco.com/Pages/Two-Bits-Four-Bits-Six-Bits-a-Dollar.aspx>

ción de los agentes privados, especialmente familias y, desde el estallido de la crisis financiera, entidades crediticias. El compromiso de sostener a los sistemas financieros por parte de los estados provoca que los inversores consoliden a la deuda pública la del sistema financiero, ante el temor de que éste puede tener problemas de solvencia. Un vínculo al que se le añade la deuda de las familias, debido al temor de que el enquistamiento de la tasa de paro en niveles elevados derive en un incumplimiento del pago de las deudas por parte de las familias y éste, en una insolvencia del sistema crediticio, que obligaría al Estado a asumir su deuda. Esta dinámica es, sin duda, la que está provocando tensiones en la capacidad de financiación internacional del conjunto de agentes españoles que, no obstante, no ha llegado al extremo de Grecia, Irlanda y Portugal. España está consiguiendo financiarse en los mercados internacionales, si bien, a un coste diferencial de entre 200 y 300 pb, lo que sin duda, supondrá un lastre para unas ya pobres perspectivas de crecimiento económico para el próximo lustro.

3.4. Grecia, ¿en una senda sostenible?

Un año después de que Grecia recibiera el primer programa de ayuda, de los tres que se han aprobado hasta la fecha para economías de la eurozona (Irlanda y Portugal completan la lista), las dudas sobre el nivel de solvencia de la economía helena, lejos de recuperar visibilidad, han vuelto a ganar peso. Y es que la probabilidad de que la deuda griega haya entrado en una senda insostenible no es despreciable. Desde un punto de vista teórico, esta dinámica tendría las siguientes consecuencias:

- Primero, cuando la deuda se hace insostenible el valor neto actual (VNA) de su saldo es realmente inferior a su valor nominal, ya que no es posible efectuar el reembolso completo. Un endeudamiento adicional por parte de la entidad soberana reduce el valor de los títulos de crédito de los acreedores existentes.
- Segundo, al aumentar la relación entre la deuda y el PIB suben las tasas de interés reales en el país deudor. La entidad soberana puede tratar de aumentar los impuestos o adoptar otras medidas para atender el servicio de la deuda, pero todas esas medidas van en detrimento del crecimiento económico. Éste se torna vacilante y, en algún momento, el propio PIB real puede comenzar a reducirse, incrementándose así aún más la relación entre la deuda y el PIB. Al mismo tiempo, el incremento de la tasa de interés real provoca un aumento del coste de la deuda por concepto de intereses.

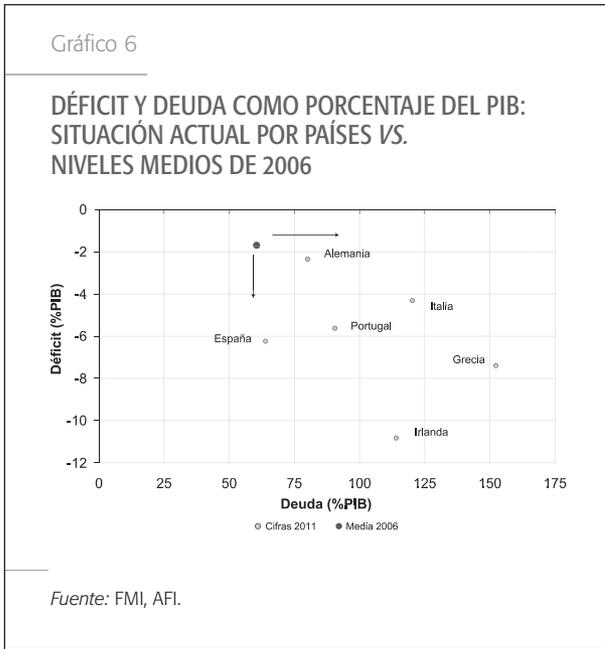
- Tercero, cuando la suma de la tasa de crecimiento real de la economía y el superávit primario, expresado como porcentaje del PIB, es menor que los pagos de intereses, como porcentaje del PIB, la relación entre deuda y PIB aumenta indefinidamente.
- Cuarto, al incrementarse el servicio de la deuda, los prestamistas consideran cada vez más improbable que la deuda resulte sostenible y, en determinado momento, se interrumpe, quizás abruptamente, la afluencia de fondos.
- Quinto, un hecho importante es que si la deuda es manifiestamente insostenible, se llega a un punto en que el verdadero VNA del superávit primario del deudor puede ser mayor si la deuda se reestructura, ya que pueden mejorar las perspectivas de crecimiento de la economía y bajar las tasas de interés reales. En ese contexto, denominado sobreendeudamiento, una reestructuración ordenada y sin demora de la deuda puede beneficiar tanto a los acreedores como a los deudores.

En suma, podemos concluir que la deuda es insostenible cuando, dado un conjunto realista y previsible de medidas y circunstancias, la relación entre la deuda y el PIB aumenta sin límites. El propio FMI, en diferentes discursos y presentaciones, apunta que una deuda soberana es sostenible cuando el país, aplicando una serie de medidas razonables, puede atender el servicio de la deuda hasta el punto en que la relación entre la deuda y el PIB llega a estabilizarse o reducirse. ¿En qué situación se encuentra Grecia?

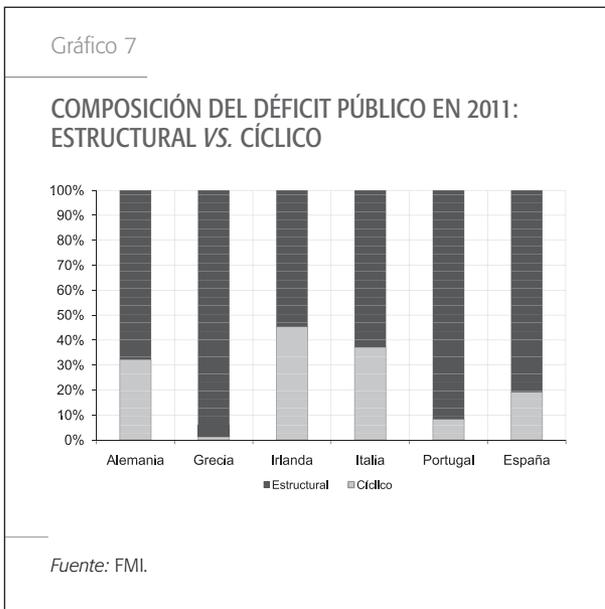
Antes de plantear el análisis de sostenibilidad de la deuda vamos enmarcar las cifras presupuestarias de Grecia en una doble perspectiva: (1) evolución reciente –*time series analysis*– y (2) cifras comparadas –*cross section analysis*–.

En este ejercicio observamos que Grecia e Irlanda han sido los dos países que más se han alejado de las cifras medias de 2006 en déficit y deuda, medidos como porcentaje del PIB. Así, frente a un déficit medio en la muestra seleccionada del Área euro del 1,7% y una deuda del 60% del PIB, las cifras estimadas para 2011 en Grecia alcanzan el -7,4% y 152% respectivamente. Irlanda, con un déficit público estimado en 2011 del -10,8% del PIB, es el único país que supera el desequilibrio presupuestario de Grecia.

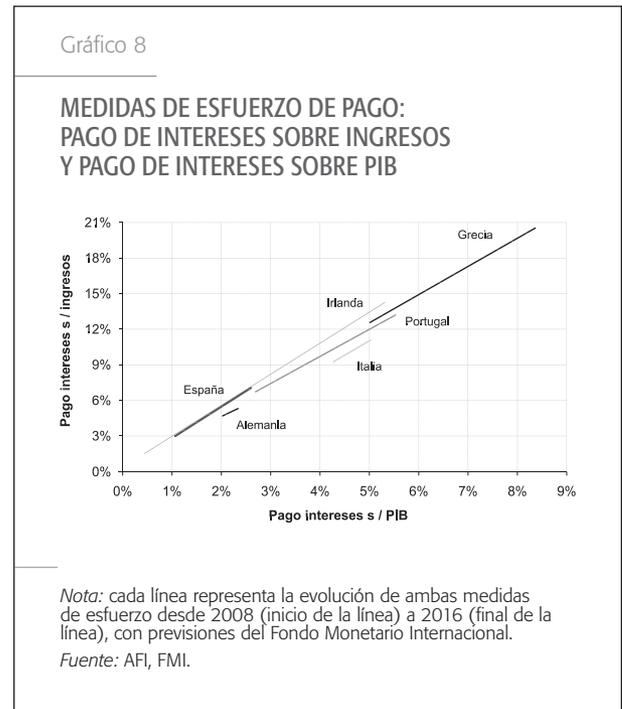
Ahora bien, cuando analizamos los componentes cíclico y estructural de los niveles de déficit, encontramos diferencias notables entre la situación de Grecia y, por ejemplo, la de Irlanda, que es la otra economía que destaca por su elevado nivel de déficit estimado en 2011.



Cabe recordar que la parte del saldo presupuestario, que viene determinada por las decisiones discrecionales, se califica como estructural, mientras que su componente cíclico se encuentra asociado a las oscilaciones transitorias del nivel de actividad. Y en este punto, observamos que el 98% del déficit de Grecia, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, es de carácter estructural frente al 55% de Irlanda. Una composición del saldo presupuestario griego escorada hacia la vertiente estructural y, por tanto, con implicaciones en términos de carga sobre las generaciones futuras, que debe ser evaluada no sólo en términos redistributivos sino también en función de criterios de eficiencia económica.



La carga de intereses, como porcentaje de los ingresos y del PIB, es una medida de esfuerzo de pago que también ayuda a diferenciar la posición relativa de cada país dentro de la muestra seleccionada en el Área euro. Y en este punto, de nuevo Grecia e Irlanda vuelven a destacar tanto por el deterioro desde el punto de partida en 2008, como por la posición estimada en 2016 frente al resto de comparables. Así, en el gráfico 8 observamos que las líneas tendenciales de Irlanda y Grecia son las más extensas, recogiendo el deterioro desde el punto de inicio –2008– al de llegada –2016–; además, en el caso de Grecia, el nivel estimado para 2016 recoge una carga de intereses que supondrán el 21% de los ingresos y el 8% del PIB. En Irlanda y Portugal, la carga de intereses en 2016 supondrá más del 12% de los ingresos y cerca de un 6% del PIB, niveles de esfuerzo muy exigentes y alejados de otros países periféricos como Italia o España.



Una vez enmarcada la posición relativa de cada país en clave de saldo presupuestario, niveles de deuda y medidas de esfuerzo, vamos a analizar la dinámica de sostenibilidad de la deuda pública griega. La restricción presupuestaria del sector público establece que la variación experimentada por la deuda pública durante el año t es igual al déficit existente en ese ejercicio. Además, relaciona la variación de la deuda con su nivel inicial (que afecta a los intereses pagados) con el gasto público y los impuestos actuales.

Planteamos la composición del déficit como la suma de dos términos:

1. Los intereses pagados de la deuda: $r \cdot \text{Deuda } t-1$ con $r =$ tipo de interés real (descontada la inflación) de la deuda.
2. El saldo primario, como la diferencia entre gasto público (excluidos intereses) e impuestos: $G-T$.

Así, la ecuación que define la dinámica de la deuda pública, y los componentes que definen que ésta sea o no sostenible a medio plazo, entendida la sostenibilidad como la generación de un techo en su aumento y su posterior reversión hacia una senda de reducción progresiva, sería:

$$\text{Variación deuda } t = \text{Saldo primario } t + \text{Deuda } t-1 \cdot \text{Coste real } t - \text{Deuda } t-1 \cdot \text{Crecimiento PIB real } t$$

Por tanto, la ecuación nos deja dos vías clave para la estabilización de la ratio de deuda pública/PIB:

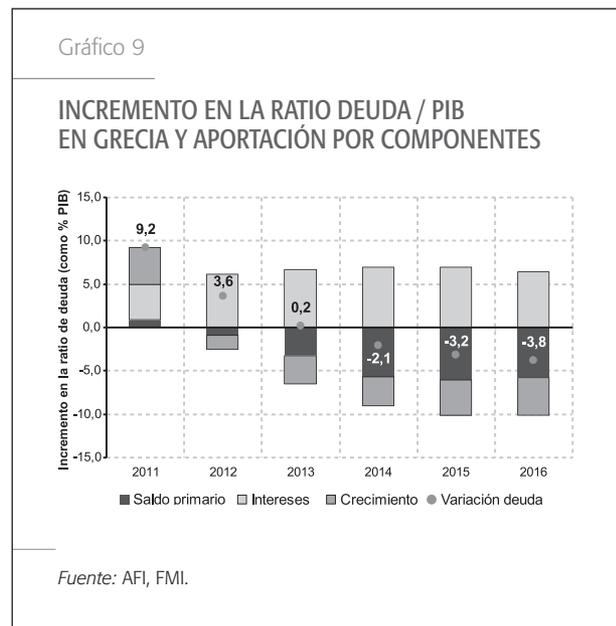
1. Tasas de crecimiento económico superiores a la tasa de interés real de la deuda, o lo que es lo mismo, generación de ingresos (impuestos) suficientes para compensar el pago del servicio de la deuda (intereses);
2. Consolidación fiscal: hacia menores déficit primarios o mayores superávit primarios.

Apoyándonos en esta ecuación, y a partir de las estimaciones del Fondo Monetario Internacional, analizamos, por componentes, la dinámica de la ratio deuda / PIB en Grecia. Una ratio que podría cerrar 2011 en niveles del 152% y que, según el FMI, se situaría en 2016 en el 145%. Una reducción del nivel de deuda sobre PIB que comenzaría en 2014 y que vendría de la mano de (i) generación de superávit primarios y (ii) previsiones de crecimiento económico que lograrían compensar un pago del servicio de la deuda (intereses) que aportará más de seis puntos porcentuales a la ratio deuda / PIB en cada uno de los próximos cinco años (ver gráfico 9).

Partiendo de las previsiones del FMI con las que hemos realizado el análisis de sostenibilidad, la deuda expresada como porcentaje del PIB en Grecia encontraría un techo en 2013 (157%) y posterior reversión hacia una senda de reducción muy progresiva, encajando, por tanto, con la definición de sostenibilidad. Con todo, los riesgos sobre las previsiones en materia de crecimiento económico y saldos primarios en la ventana 2012-2016 están sesgados hacia el lado negativo. Y es que los superávit primarios superiores al 6% del PIB que contemplan las previsiones del FMI no se han observado en la última década de crecimiento en Grecia. Además, ante la fuerte consolidación fiscal que está experimentando la economía griega, las tasas de crecimiento medias del PIB del orden

del 2,2% que contempla el FMI en la ventana 2012-2016 podrían ser muy vulnerables a una eventual desaceleración de la demanda global, mermando la contribución del sector exterior al cuadro macroeconómico heleno.

Resumiendo, el efecto “bola de nieve” de los intereses elevará cada año más de cinco puntos porcentuales la ratio deuda / PIB. Un incremento que deberá ser compensado por crecimiento económico y/o generación de superávit primario. La conjugación simultánea de estas dos últimas variables en un escenario de consolidación fiscal no es tarea sencilla, y así lo están interpretando unos mercados financieros que están empezando a valorar la probabilidad de medidas adicionales para reconducir hacia una senda de sostenibilidad a la deuda griega.



Bibliografía

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES. “Informes diarios de análisis económico y de mercados” y “Notas para el análisis”. Varias fechas.
- CHUNG, H., LAFORTE, J.P., REIFSCHNEIDER, D. y WILLIAMS, J.C. (2011): “Estimating the Macroeconomic Effects of the Fed’s Asset Purchases”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 2011-03.
- FMI (2010), *World Economic Outlook*, abril.
- FMI (2011), *World Economic Outlook*, abril.
- GARROTE, Daniel (2010): “Una reflexión sobre la situación de las finanzas públicas en Japón”, *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre.
- OCDE (2011): *Economic Outlook*, nº 89, mayo.
- ROUBINI GLOBAL ECONOMICS (2011): *Greek Public Debt is Currently Unsustainable*, mayo.