

¿Grecia, Ucrania, Portugal? - A la espera del próximo Dubai

Los “mercados” han ignorado durante años los riesgos de deudas generalizadas tan elevadas

Por Alicia González. El País, 06/12/09

El miércoles 25 de noviembre, el Gobierno del emirato de Dubai emitía un comunicado de urgencia a los mercados. Casi al final de su nota anunciaba un aplazamiento en el pago de la deuda de sus dos principales empresas, Dubai World y Nakheel. Como cabía esperar, la noticia provocó un gran nerviosismo entre los inversores de todo el mundo, con caídas generalizadas en las bolsas. Un movimiento amortiguado por las festividades de Acción de Gracias, en Estados Unidos, y del Eid al Adha, la celebración del sacrificio, en los países musulmanes.

Al día siguiente, BNP Paribas enviaba una nota a sus clientes con su análisis de la situación: "El mercado había ignorado las señales de crecientes niveles de deuda y de déficit presupuestarios a nivel soberano. Quizá todo lo que necesitaba era una llamada de atención, y Dubai puede haber sido esa llamada".

Porque lo cierto es que las señales estaban ahí, las alertas habían llegado desde foros bien distintos y los datos apuntaban tozudos en la misma dirección. Pero el mercado había decidido ignorarlos todos y apostar por una recuperación generalizada, en la que los riesgos nunca se iban a materializar. Los inversores creían que el lema "demasiado grande para dejarlo caer", con el que se han manejado los problemas de la banca en esta crisis, era también extensible a los Estados soberanos. Dubai amenaza con sacarlos de su error, pero, lamentablemente, no es el único caso.

Así lo reconoce el equipo de Capital Economics en Londres. "Es un recordatorio del legado que los excesos del pasado en economías altamente endeudadas dejará por muchos años". Los miles de millones gastados en rescates bancarios y los planes de estímulo económico por parte de los Gobiernos de todo el mundo han provocado una sacudida devastadora a las finanzas de muchos países, a los que ahora les llega el momento de pagar la factura. No será algo rápido ni fácil. Pasarán muchos años antes de que los países digieran semejante carga. Y eso si el peso de la deuda no se lleva antes por delante la incipiente recuperación. En palabras de Jean Pisani-Ferry, director de Bruegel, un think tank impulsado por la Comisión Europea en Bruselas, "en apenas unos meses, el miedo a la crisis se ha transformado en el miedo a la deuda". Y no faltan motivos.

Según los datos del Departamento de Asuntos Fiscales del Fondo Monetario Internacional (FMI), sólo la deuda acumulada por los países desarrollados del G-20 alcanzará de media el 118% del PIB en 2014. Si el objetivo fuera reducir la deuda a la mitad, al 60%, para el año 2030, el ajuste fiscal el próximo año debería ser de ocho puntos del PIB, y estabilizarla en esos niveles implicaría que los tipos de interés tendrían que subir dos puntos. Los expertos insisten en que hablamos de niveles de deuda pública no vistos en tiempos de paz y sólo superados por los que se registraron con posterioridad a la II Guerra Mundial.

Un entorno de débil crecimiento y elevados niveles de desempleo, como el que se prevé en el escenario de la recuperación, no permite ser muy optimista sobre la reducción de la deuda pública en los próximos años. La caída de los ingresos fiscales y las presiones al alza sobre los gastos, aunque se empiecen a retirar las medidas temporales de estímulo, impiden abandonar los números rojos. A eso hay que sumar el creciente coste de la financiación de esa deuda. El FMI calcula que el pago de los intereses de la deuda para los países ricos consumía el 1,9% de su PIB en 2007 y pasará al 3,5% en 2014. Los mayores aumentos en términos absolutos los registrarán el Reino Unido y EE UU, donde se prevé que la partida destinada al pago por intereses supere la de los gastos en defensa en apenas cinco años, así como para Italia y Japón, cuya deuda pública se situaba ya antes de la crisis por encima del cien por cien del PIB.

Ese nivel –que la deuda pública consuma los recursos de la producción total de un país en un año– parece el nuevo límite fijado por el mercado para determinar la sostenibilidad o no de las finanzas públicas, como apuntan los economistas de RBC Capital Markets. Y así lo refleja el coste para

asegurar la deuda de un país contra impagos, los denominados credit default swaps (CDS). Los países con peor desempeño fiscal han visto cómo esos costes se han disparado. Eso significa que, a diferencia de lo que sucedía antes del estallido de la crisis en el verano de 2007, el riesgo vuelve a tener un valor. "Digamos que es una vuelta a la normalidad, porque lo que no era normal es lo que estaba pasando antes de esa fecha. Apenas importaba la calificación crediticia porque obtenías los mismos fondos y al mismo precio que los demás. Ahora, los spreads reflejan con mayor precisión las diferencias entre los distintos Estados", asegura Jean Michel Six, economista jefe para Europa de Standard & Poor's.

El ejemplo más evidente es la eurozona. Antes de agosto de 2007, la diferencia entre los CDS de Alemania, España, Irlanda o Grecia oscilaba alrededor de los 15 puntos. Ahora, los CDS de Grecia cotizan en torno a los 180 puntos; los de España, en 82; Irlanda se mantiene en 150 puntos, y Alemania, en 22. Cada punto de los que miden los CDS significa que asegurar 10 millones de dólares de deuda contra impago supone un coste de 1.000 dólares al año. En el caso de Alemania, eso supondría 22.000 dólares anuales, frente a los 180.000 de Grecia.

La vuelta del riesgo a la valoración del mercado significa, además, que para colocar una misma emisión de deuda, el país con mayor riesgo debe pagar un sobreprecio a los inversores, en forma de mayores tipos de interés. Y cuando hay muchos países buscando financiación en el mercado, como es el caso ahora y lo seguirá siendo en el medio plazo, el precio a pagar por los países más dudosos también sube. "La amenaza es que en un plazo de 18 meses esos spreads puedan ampliarse tanto, y los tipos de interés subir tanto, que eso perjudicará al sector privado y a la recuperación en su conjunto", advierte Six.

Contra lo que solía ser habitual en las crisis, ese miedo a la deuda está golpeando con mayor dureza y de forma más generalizada a los países desarrollados que a los emergentes. De hecho, la deuda calculada por el FMI para los países en desarrollo del G-20 apenas roza el 40%, aunque no se trata de un comportamiento homogéneo. "Ciertamente, hay excepciones, Europa del Este se ve en estos momentos como la Latinoamérica de los años 2000: está endeudada en moneda extranjera, depende del financiamiento externo y será más sensible a la subida de tipos de interés a nivel internacional", admite Eduardo Levy-Yeyati, de Barclays Capital. Es esa región la única que suscita dudas entre los países emergentes.

Pese a todo, es evidente que los países emergentes gozan de unas cuentas públicas más saneadas. El ejemplo más evidente es lo que ha sucedido con los Juegos Olímpicos de 2016. Brasil logró alzarse con la organización en una carrera en la que a última hora se cayó Chicago, básicamente porque su mala situación financiera no le permitía costear la iniciativa.

Lo cierto es que las enormes necesidades de financiación de los países ricos pueden suponer una amenaza para la financiación de los emergentes. En la asamblea anual que el FMI y el Banco Mundial celebraron en Estambul a principios de octubre, el economista jefe del banco, Justin Lin, lanzó la voz de alarma. Los países emergentes afrontan un déficit de financiación de 350.000 millones este año, que se irá reduciendo sólo hasta los 170.000 millones en 2013. "Con los déficits fiscales crecientes en los países ricos y el descenso de los flujos de capital a los países en desarrollo, el coste de financiación para los países emergentes se disparará y eso puede reducir su potencial de crecimiento hasta un ritmo de apenas el 2,7%", explicaba Lin.

Pero de momento, los problemas de financiación entre los emergentes no se han producido. De hecho, el último informe sobre economías emergentes del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés) asegura que la tendencia de los flujos externos ha cambiado desde el segundo trimestre del año y que eso permitirá terminar el año con un aumento de los flujos netos de capital privado hacia los países emergentes de 349.000 millones de dólares, para subir hasta los 672.000 millones en 2010. Y es que los primeros signos de recuperación económica han ido acompañados de un mayor apetito por el riesgo entre los inversores, atraídos por sus mayores tipos de interés y un mayor potencial de crecimiento. Tanto, que algunos de estos países, como Brasil, Taiwan o Corea, han optado por imponer algún tipo de restricción al capital extranjero para evitar la entrada masiva de fondos especulativos, con los consiguientes problemas de tipo de cambio e inflacionistas que eso conlleva. Además, el IIF apunta que, como exportadores de capital neto que son muchos de ellos, se va a ir produciendo progresivamente un aumento de los flujos financieros entre países emergentes. Países como China tienen ya pocos incentivos para comprar más bonos de países desarrollados, sobre todo de EE UU, y puede empezar a desempeñar un papel decisivo mundialmente como inversor en deuda de otros países emergentes.

Otra cosa será lo que suceda con la deuda corporativa en estos mercados. La nueva regulación que

se avecina para el sector financiero, con el fin de evitar una repetición de los excesos que nos llevaron a esta crisis, apunta a unas mayores exigencias de capital a los bancos. Esos requisitos de capital varían en función de la calidad crediticia de las empresas, y para éstas se traduce en un mayor coste de financiación. El IIF no descarta que por ese motivo asistamos a una segunda oleada de restricción crediticia, y, en esas condiciones, "es posible que los bancos reduzcan sus préstamos a los mercados emergentes, especialmente a aquéllos considerados más débiles. Eso supone que el acceso a la financiación externa para muchas empresas pequeñas o de baja calificación crediticia permanecerá constreñido". Y si lo dice la asociación que agrupa a los principales bancos privados del mundo por algo será.

Ante un previsible escenario de mayores costes financieros, las empresas –por lo menos, las del mundo desarrollado– están intentando anticipar parte de su financiación futura. De hecho, 2009 es ya un año récord en emisiones de deuda corporativa. Jean Michel Six lo explica: "Asistimos a una tendencia hacia la desintermediación. Las empresas han reducido su dependencia de la financiación bancaria, que no está facilitando el crédito, y han aumentado su recurso a los mercados de capital. En EE UU, la deuda emitida por empresas no financieras equivale al 25%, y en la eurozona, al 7%, gracias a unas condiciones particularmente buenas, con tipos de interés muy bajos y mucha liquidez".

Lo que teme el mundo empresarial es la vuelta del efecto crowding out, es decir, que las necesidades de financiación del sector público tan elevadas dejen fuera del mercado a las empresas y no les permita acceder a financiación. De momento, la amenaza no se ha hecho realidad. No porque la banca haya reanudado el crédito empresarial, sino porque está garantizando la colocación de la deuda pública emitida.

La banca ha sido la gran compradora de deuda pública en este último año. Según explica Laurent Fransolet, de Barclays Capital, si contamos la banca de EE UU, Japón, la zona euro y el Reino Unido, el importe de esas compras alcanza los 1,1 billones de dólares, sobre un total de 4,6 billones, lo que supone un 30% más. En un momento de aversión total al riesgo, la deuda de las principales economías mundiales aparecía como la gran salvación para el sector, impulsada, además, por las medidas heterodoxas de los bancos centrales. En la eurozona, por ejemplo, el Banco Central Europeo (BCE) ha puesto a disposición de la banca fondos ilimitados a un tipo de interés del 1%. Simplemente con invertir ese dinero en bonos públicos tenían un beneficio de un 2% o un 3%. "El BCE calcula que el crédito a empresas y hogares va entre dos y tres trimestres por detrás de la recuperación del PIB. En el caso de EE UU, este retraso puede llegar incluso al año. Con el inicio de la recuperación es más que probable un incremento de los préstamos, pero no de forma notable en los próximos trimestres", sentencia Fransolet. Y mientras eso suceda, los Gobiernos tienen garantizada la colocación de sus emisiones.

El BCE ya ha apuntado que poco a poco empezará a retirar la disponibilidad de esos fondos, lo que puede añadir tensión al mercado de deuda. Pero ahí aparece otro factor que puede jugar a favor de los Estados. Las nuevas regulaciones que se avecinan para el sector, con el fin de evitar una repetición de los excesos que nos llevaron a esta crisis, apuntan a unas mayores exigencias de capital a los bancos, un requisito que no se aplica a la compra de deuda pública. Y en esas condiciones, como explicaba hace poco un banquero en una cena en Madrid, "puede que no me guste nada apostar por la deuda pública, que no me gusta, pero lo mismo no queda otro remedio".

En esas circunstancias, no se puede descartar un nuevo episodio como el de Dubai World, ni que los problemas de financiación se extiendan y alcancen entonces a un Estado soberano. La amenaza es real. "En un periodo de 12 a 18 meses, sí hay un fuerte riesgo de un crash en el mercado de bonos. Con eso me refiero a una fuerte subida de los tipos de interés a largo plazo y un desplome de los precios de los bonos", concluye el economista para Europa de S&P.

Todas las miradas apuntan a Grecia

Tras Dubai, la pregunta inmediata que surge es quién será el próximo. Es entonces cuando todas las miradas se vuelven hacia Grecia. Distintas fuentes comunitarias descartan esa posibilidad, dicen que la quiebra de Grecia es imposible y que no se contempla la posibilidad de que un país del euro suspenda pagos. Recuerdan que, pese al deterioro de las cuentas públicas –con un déficit superior al 12% y una deuda que ya rebasa el 100% del PIB–, su calificación crediticia todavía permite a los bancos griegos acceder a la financiación del Banco Central Europeo (BCE). Pero es sólo la respuesta oficial.

Fuera de micrófono, en voz baja y bajo condición de anonimato se admite el elevado grado de preocupación que suscita entre las autoridades comunitarias la situación griega. El problema es que

el tratado de la Unión impide explícitamente el rescate tanto por el resto de los Estados como por parte del BCE. Pero no cabe duda de que una quiebra dentro de la unión monetaria arrastraría consigo a otros miembros en situación de debilidad financiera como Italia, Irlanda o incluso España. Las autoridades han estudiado confidencialmente la situación y reiteran lo que ya dijo hace unos meses Alemania cuando quien entonces tenía problemas era Irlanda: nunca se dejará caer a un Estado del euro. No se puede hablar de un plan B, pero sí de que hay varias propuestas sobre la mesa por si fuera necesario recurrir a ellas. Podría articularse un préstamo a través del Fondo Monetario Internacional (FMI), como ya se hizo con Hungría. André Sapir y Jean Pisani-Ferry, analista y director respectivamente de Bruegel, apuntan que esa opción sería la más viable políticamente para las autoridades europeas. "Así el FMI podría ejercer el papel de poli malo y ser ellos los que impusieran el plan de ajuste", dicen. "Pero no es tan simple, porque nunca el Fondo ha impuesto un programa a un país que no tiene control sobre su política monetaria. En todo caso, sería algo completamente nuevo, nunca antes nos hemos enfrentado a esta situación", dice otro experto.

El director del Centro de Estudios de Política Europea, Daniel Gros, cree que el caso de Dubai ha introducido un cambio estructural en el mercado. "Ha cambiado la percepción que tenían algunos inversores de que los Estados no están necesariamente detrás de las empresas que controlan y eso puede suponer serios problemas de financiación para algunas empresas rusas". Junto a éstas, Gros cita a Ucrania y Portugal como los posibles "volcanes" a punto de estallar.



Información disponible en el sitio ARCHIVO CHILE, Web del Centro Estudios "Miguel Enríquez", CEME: <http://www.archivochile.com> (Además: <http://www.archivochile.cl> y <http://www.archivochile.org>). Si tienes documentación o información relacionada con este tema u otros del sitio, agradecemos la envíes para publicarla. (Documentos, testimonios, discursos, declaraciones, tesis, relatos caídos, información prensa, actividades de organizaciones sociales, fotos, afiches, grabaciones, etc.) Envía a: archivochileceme@yahoo.com y ceme@archivochile.com

NOTA: El portal del CEME es un archivo histórico, social y político básicamente de Chile y secundariamente de América Latina. No persigue ningún fin de lucro. La versión electrónica de documentos se provee únicamente con fines de información y preferentemente educativo culturales. Cualquier reproducción destinada a otros fines deberá obtener los permisos que correspondan, porque los documentos incluidos en el portal son de propiedad intelectual de sus autores o editores. Los contenidos de cada fuente, son de responsabilidad de sus respectivos autores, a quienes agradecemos poder publicar su trabajo. Deseamos que los contenidos y datos de documentos o autores, se presenten de la manera más correcta posible. Por ello, si detectas algún error en la información que facilitamos, no dudes en hacernos llegar tu [sugerencia / errata](#)..