

España no es Grecia

Desde prácticamente el inicio de 2010, las tensiones en los mercados de deuda pública del área euro se han incrementado de forma notoria como consecuencia de la inestabilidad presupuestaria y el elevado déficit público presente en algunos de sus principales países, con Grecia a la cabeza.

Miguel Arregui y Sara Baliña



A pesar de que las bases de crecimiento económico son ahora más sólidas que en 2009 y que el punto álgido de la crisis financiera ha quedado atrás, el mercado de deuda pública del área euro en su conjunto sigue dando síntomas de debilidad, reducida cohesión y elevada volatilidad. Los diferentes emisores soberanos han mostrado una evolución divergente en lo que respecta a su capacidad de pago, otrora fuera de toda duda y actualmente muy cuestionada. Así, el mercado ha catalogado a los soberanos de referencia en dos grupos claramente diferenciados atendiendo a esta premisa. Por un lado, el grupo de las denominadas «economías núcleo», que integran los países del área euro mejor posi-

cionados en términos de control presupuestario, nivel de déficit público y expectativas de crecimiento económico, como son Alemania, Francia, Finlandia o Austria, y, por otro lado, el bloque de las «economías periféricas», que comparten varios denominadores comunes que las aleja de la concepción de países núcleo. Los parámetros que comparten estos países son, fundamentalmente, un elevado déficit público, acompañado, en casi todos los casos, de elevados niveles de deuda sobre PIB y de unas previsiones de recuperación económica lenta, no exenta de desequilibrios, que dificultan la adopción de medidas de consolidación fiscal y amenazan con retroalimentar la dinámica de expansión de la deuda pú-

blica iniciada a raíz de la crisis. Grecia es el estandarte de este grupo, que también engloba a Irlanda, Portugal y España.

Sin embargo, no todo son similitudes. Existen diferencias, y algunas especialmente relevantes, entre ellos. Las divergencias en los niveles de rentabilidad exigida por los inversores son un buen baremo para cuantificarlas, con independencia de que, en momentos puntuales, el mercado castigue de forma generalizada a los países periféricos.

El punto de partida con el que Grecia y España han encarado la crisis difiere de forma significativa

Ello explica por qué los *spread* de rentabilidad entre países como España y Grecia son tan elevados y se sitúan entre los 380 puntos básicos observados en la zona a dos años -el tipo de la deuda española a este plazo ronda el 1,5%, mientras que el de Grecia se sitúa en el 5,3%- y los 260 puntos básicos del 10 años, con unos tipos del 3,9% en el caso de la deuda pública española y del 6,5% en el de la deuda griega.

NO TODO SON PUNTOS EN COMÚN. ALGUNAS DIFERENCIAS CLAVE

El punto de partida con el que Grecia y España han encarado la crisis difiere de forma significativa. El margen de maniobra, ahora agotado, del que disponía España en términos de cuentas públicas no lo compartía Grecia: frente a una ratio de deuda pública sobre PIB que, en el caso español, apenas alcanzaba el 40% en 2008, la de Grecia superaba el 100%. Esta distinción constituye un elemento discriminatorio de primer orden, que justifica la diferencia de rating entre ambos emisores soberanos (Aaa/AA+/AAA para España y A1/BBB+/A para Grecia) y el diferencial negativo que históricamente ha existido a

favor de la deuda pública española frente a la griega. En media, el Tesoro español se ha financiado unos 65 pb por debajo del Tesoro griego en la última década en referencias de deuda pública a 10 años.

Por otra parte, la credibilidad de las políticas fiscales aplicadas también ha desempeñado un papel clave. Mientras que la verosimilitud de las cuentas públicas españolas está fuera de toda duda, Grecia ha reconocido que, durante años, el anterior Gobierno adulteró, en cierta medida, las estadísticas con el objetivo de poder cumplir con los criterios de convergencia del área euro.

Asimismo, la rigidez de la partida de gastos públicos en todo lo referente al empleo público y la remuneración de los funcionarios, la escasa competitividad del sector empresarial griego, su exposición bancaria a una región geográfica intensamente azotada por la crisis, como es la de los Balcanes, y el elevado «peaje» en términos de crecimiento económico satisfecho por Grecia en el último año (y previsiblemente el año que viene) son elementos de peso que han elevado la incertidumbre sobre la capacidad de pago de su deuda y que se han traducido en rentabilidades a largo plazo de casi 400 pb por encima de la referencia alemana.

El margen de maniobra, ahora agotado, del que disponía España en términos de cuentas públicas no lo compartía Grecia

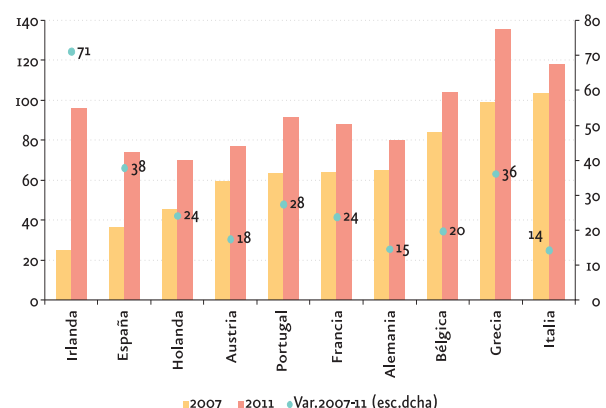
Sin obviar esta base de argumentación, un elemento adicional que ha acentuado el «riesgo Grecia» y que, sin duda, se ha convertido en su principal pieza, es el efecto «bola de nieve», derivado de un volumen de intereses creciente que no logra compensar el crecimiento de la actividad y que retroalimenta el círculo de más déficit y deuda a futuro. La concentración de vencimientos en la primera mitad de 2010 (entre abril y mayo se estima que

Diferencial soberano promedio entre los países periferia y núcleo del área euro (pb, 10 años)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

Ratio de deuda pública sobre PIB. Previsiones de la Comisión Europea (otoño 2009)



Fuente: Comisión Europea.



Grecia tendrá que refinanciar, aproximadamente, 20.000 millones de euros) es otra de las variables clave, más teniendo en cuenta que el 70% de las colocaciones de deuda griega son adquiridas por inversores extranjeros. Ante episodios eventuales de incremento de la aversión al riesgo y desconfianza en la capacidad de pago de Grecia, el no contar con una base inversora nacional constituye un handicap con el que no cuenta España.

Previsiones Afi para la evolución de la ratio de deuda pública sobre PIB en España



Fuente: Afi a partir de Ministerio de Economía, Banco de España, INE y Tesoro.

El principal vector de apoyo con el que cuenta Grecia para ganar credibilidad en los mercados de deuda pública radica en los planes de fuerte reducción del déficit público anunciados y que podrían suponer una minoración del gasto de 16.000 millones de euros sólo en 2010. La aprobación recibida desde instancias europeas, valorando positivamente las medidas de ajuste a corto y medio plazo han generado confianza sobre su implantación, aunque, como en el caso de España, las mayores dudas giran en torno a la capacidad para cumplir la senda de ingresos públicos prevista, en ausencia de un escenario de crecimiento económico sólido. El plan de saneamiento griego ha llevado a S&P a permutar el *credit watch* negativo que mantenía sobre Grecia por un *outlook* negativo, que implica una posible revisión a la baja de su *rating*, pero en un plazo de tiempo no tan inminente como en el caso del *credit watch*.

Sin embargo, mientras se avanza en esta dirección, el mercado continúa poniendo contra las cuerdas la capacidad de financiación del Tesoro griego. Resulta llamativo que, con los tipos de referencia del BCE en el 1%, la deuda pública griega esté rentando casi un 7%. La urgencia de avanzar en la aprobación de un plan de rescate a nivel europeo derivó en un acuerdo de mínimos en el seno del Eurogrupo, que, aun con el apoyo del FMI, ofrecería el grueso de las ayudas a Grecia en caso de que fuese necesario.