

El riesgo país en la zona del euro y en las economías de mercado emergente

Roberto Frenkel
CEDES, Junio de 2010.

En Frenkel (2004) y Frenkel (2003) discutimos algunos aspectos del funcionamiento de las economías de mercado emergente altamente endeudadas. Los artículos son complementarios: el segundo se enfoca sobre la sostenibilidad de las deudas y contiene un modelo que formaliza varias de las cuestiones tratadas en el primero. El contenido de estos artículos cobró ahora una renovada actualidad porque conceptos y análisis que allí presentamos parecen apropiados para considerar los problemas que enfrentan algunas economías de la eurozona, singularmente Grecia, pero también Italia, Irlanda, España y Portugal. En esta nota presentamos sucintamente algunos conceptos y discutimos con ellos las similitudes y diferencias entre las economías de alta deuda de la zona del euro y de mercado emergente. Las conclusiones se refieren principalmente a la zona del euro, pero la discusión también motiva una reflexión sobre la situación y políticas de los países de mercado emergente.

El riesgo país

El riesgo país y su precio – la prima de riesgo país – son elementos centrales del análisis de la sostenibilidad de las deudas externas de las economías de mercado emergente. En los artículos mencionados arriba planteamos que esas deudas tienen un riesgo de default específico, cuyos determinantes y dinámica son allí analizados. Ese riesgo se asocia con la moneda en que está contraída la deuda externa – moneda internacional – más que con la residencia de los agentes acreedores. Más específicamente, sostenemos que ese riesgo deriva de que la moneda de denominación de la deuda no es la emitida por el gobierno del país deudor, aunque puede ser la de curso legal del país, como en los casos de Ecuador y Panamá, por ejemplo¹.

¹ En los trabajos mencionados deuda externa y deuda en moneda internacional son tratados como equivalentes por una razón fáctica: desde comienzos del proceso de globalización financiera hasta fines del siglo XX prácticamente la totalidad de las deudas públicas y privadas con agentes no residentes de los países en desarrollo se contrataba en moneda internacional.



En un país de mercado emergente el riesgo específico de default de las deudas en moneda internacional involucra tanto a la deuda pública como a la privada. El sector privado deudor puede estar líquido en moneda doméstica y en condiciones de servir su deuda sin dificultades al tipo de cambio vigente, pero si la liquidez en moneda internacional de la economía se torna insuficiente, esto puede forzar el default de la deuda privada. Por otro lado, si existe suficiente liquidez en moneda internacional, es altamente improbable que el sector público incumpla sus compromisos en esa moneda por falta de liquidez en moneda doméstica (volvemos a este punto más adelante). Por lo tanto, solamente la falta de liquidez en moneda internacional puede forzar el default de la deuda pública en esa moneda. Consecuentemente, entre las deudas de los residentes en moneda internacional, la del gobierno es la de menor riesgo y la prima de riesgo país se mide como la diferencia entre el rendimiento de un bono soberano en esa moneda y el rendimiento del bono equivalente de los Estados Unidos, asimilado al activo libre de riesgo.

Lo que interesa para apreciar ese riesgo de default es la situación del agregado de la economía, expresada en las cuentas del balance de pagos. El país deudor tiene cierta necesidad de financiamiento en moneda internacional, compuesta por la suma del déficit de la cuenta corriente más los vencimientos de capital. Un punto crucial del argumento es que las posibilidades de ajustar el balance de pagos no son ilimitadas. Consecuentemente, hay un riesgo de default resultante de la eventualidad de que el país no obtenga toda la liquidez en moneda internacional necesaria para afrontar sus obligaciones.

En el caso de los países de la zona del euro la deuda de cada uno de los agentes del sector privado tiene un riesgo de crédito propio y para este sector no hay un riesgo adicional por iliquidez del país en moneda internacional². En cambio, la deuda pública tiene un riesgo específico de default por iliquidez equivalente al de un país de mercado emergente. Como los países de mercado emergente, los gobiernos de la zona del euro están endeudados en una moneda internacional que no emiten. El gobierno deudor tiene cierta necesidad de financiamiento compuesta por su déficit corriente (el déficit primario más los intereses a pagar) más los vencimientos de capital del período. Las posibilidades de ajustar las finanzas públicas no son ilimitadas. Consecuentemente, como en el caso de un país de mercado emergente, hay un riesgo de que el deudor no cuente con la liquidez necesaria para cubrir su necesidad de financiamiento y se vea forzado a incumplir sus obligaciones.

² Aunque el riesgo de un deudor privado puede verse aumentado, por otras razones, si es residente de un país de alta deuda de la zona.



La prima de riesgo de default juega un rol similar en la sostenibilidad de las deudas en moneda internacional de las economías de mercado emergente y en las deudas públicas de la zona del euro. En condiciones de alta deuda, una gran proporción de la necesidad de financiamiento debe necesariamente cubrirse con fondos del mercado, aún después de haberse realizado los ajustes en el sector externo (caso economía de mercado emergente) o en las cuentas públicas (caso de la zona del euro). La evaluación de la trayectoria futura de la deuda y de su sostenibilidad dependen de la tasa de interés que debe comprometer el deudor y consiguientemente, de la prima de riesgo determinada por el mercado. Es una situación con equilibrios múltiples. La evaluación de la sostenibilidad de cada inversor, entre otros datos, debe necesariamente conjeturar la conducta del resto del mercado. El predominio de una visión optimista redundará en una prima de riesgo relativamente baja y en una proyección sostenible de la deuda, o una visión predominantemente pesimista dará como resultado una prima riesgo alta y una proyección de deuda insostenible.

A través de la prima de riesgo, la sostenibilidad de la deuda es una profecía autocumplida del mercado. En este contexto, los grados de libertad de la política económica se encuentran extraordinariamente reducidos. El acceso al financiamiento del mercado constituye el objetivo más importante y urgente de los gobiernos. Los anuncios de medidas de ajuste son principalmente señales al mercado tendientes a mejorar las evaluaciones de sostenibilidad y reducir las primas de riesgo. El efecto esperado de estos anuncios es ganar la confianza del mercado y debe observarse bien antes de que las medidas de ajuste anunciadas muestren objetivamente sus resultados sobre las variables de la economía.

Subrayemos que ese riesgo de default desaparecería si el gobierno del país de mercado emergente o el gobierno del país de la zona del euro contaran con un prestamista de última instancia capacitado y sin restricciones para descontar o comprar papeles de deuda gubernamentales y proveer la liquidez en moneda internacional necesaria.

Un país de mercado emergente no cuenta con ningún prestamista de última instancia en moneda internacional. En cambio, en el caso de los países de la zona del euro, el banco central europeo (BCE) puede jugar ese papel. Puede, por ejemplo, redescantar bonos públicos o comprarlos en el mercado para fijarle un piso al precio. De hecho, el BCE comenzó a comprar deuda pública griega a partir del 10 de mayo de 2010, como parte del paquete de rescate anunciado por la Unión Europea el 9 de mayo (en conjunto con el FMI) para detener la tendencia al colapso financiero que se manifestaba desde finales de abril. Las compras del



BCE se hicieron en violación al Tratado de Maastricht y fueron, en nuestra opinión, un elemento crucial para revertir la tendencia con que venían evolucionando los mercados en las semanas previas. Sin embargo, el riesgo de los países de la zona del euro no se disipó y continúa jugando su rol en la dinámica de las deudas públicas. En lo que sigue analizamos con mayor detalle la relación entre el riesgo soberano de default y el prestamista de última instancia del gobierno.

El prestamista de última instancia

La existencia de un banco central (o institución equivalente) emisor de la moneda de denominación de la deuda es la primera condición para disipar el riesgo de default soberano por iliquidez. Esta condición no se cumple en el caso de la deuda en moneda internacional de los países de mercado emergente. Se cumple, en cambio, en el caso de los países de la zona del euro, como señalamos arriba. Pero la existencia de la institución no basta para disipar el riesgo de default.

La función del banco central de prestamista de última instancia del gobierno está en muchos casos restringida por reglas institucionales legisladas o autoimpuestas. La independencia de los bancos centrales y las restricciones a su accionar fueron establecidas en situaciones de normalidad con objetivos de ganar credibilidad para la política monetaria y reducir el moral-hazard. En particular, el BCE es independiente y estaba sujeto a una regla que le impedía actuar como prestamista de última instancia de los gobiernos de la zona.

Claro está que las reglas institucionales legisladas o autoimpuestas en condiciones de normalidad pueden modificarse en la emergencia de una crisis para dar prioridad al cumplimiento de otros objetivos. Por ejemplo, la Fed de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra modificaron rápidamente las reglas de su accionar a fines de 2008 para dar prioridad a la estabilización del sistema financiero. Un ejemplo más cercano a nosotros es el cambio en la regla legal que limitaba la asistencia a los bancos por parte del Banco Central de la República Argentina, cuando se verificó el contagio del efecto Tequila: en la emergencia de la crisis financiera la regla fue rápidamente reformada para ampliar las posibilidades de asistencia. Es comprensible: las reglas limitantes del accionar del banco central tienen el propósito de reducir el moral hazard, esto es, de imponer disciplina a través de la amenaza que representa la restricción sobre su accionar. Pero una vez que acontece lo que la regla procuraba prevenir y la restricción que ésta impone se hace operativa, las autoridades deben



decidir entre mantener su vigencia o cambiarla para ganar libertad para atender otros objetivos. Es una decisión ad-hoc basada en un análisis de costos y beneficios conjeturales e inciertos. Sin embargo, en una crisis sistémica los beneficios de mantener las reglas se ven remotos mientras que los costos de la inacción se perciben inmediatos y de gran importancia, y las reglas son generalmente modificadas. A veces se cometen gruesos errores, como lo fue la decisión de las autoridades de Estados Unidos de no asistir al banco de inversión Lehman Brothers. Pero las consecuencias de la quiebra de Lehman Brothers fueron tan graves que seguramente reforzaron en gran medida la disposición a la flexibilidad de las autoridades monetarias, en Estados Unidos y en el resto del mundo.

Pocas dudas caben que el default de la deuda pública de un país de la zona del euro sería un evento con graves consecuencias sobre los sistemas financieros de Europa y del resto del mundo, comparable probablemente con el impacto que tuvo la quiebra de Lehman Brothers³. De hecho, como parte del mencionado paquete, también el BCE priorizó el objetivo de sostener la deuda pública griega por sobre la preservación de la regla de no financiar gobiernos, aunque en este caso el cambio en la regla vigente fue puntual y ad-hoc.

Podría concluirse entonces que la vigencia de reglas limitantes no es suficiente explicación de la persistencia del riesgo de default soberano de los países de la zona del euro. Aunque exista una regla legal que traba la función de prestamista de última instancia del gobierno, la regla puede ser cambiada para evitar el default de la deuda pública. Sin embargo, en un caso así sobrevive de todas maneras un riesgo de default ya que los cambios en las reglas vigentes son posibles pero inciertos. Esa incertidumbre afecta significativamente el riesgo percibido de los países más endeudados de la zona del euro. Cabe conjeturar que cuando el riesgo de default está motivado por las incertidumbres que rodean el cambio de reglas vigentes, el riesgo percibido será mayor cuanto más complejo y dificultoso se perciba ese cambio.

Para discutir este último punto es útil contrastar las deudas públicas de la zona del euro con la deuda pública de Estados Unidos. Esta es la deuda de mínimo riesgo porque el gobierno siempre puede, en última instancia, contar con la Fed para obtener la liquidez necesaria para cubrir sus obligaciones. Esto suele mencionarse como la posibilidad de que dispone el gobierno de Estados Unidos de "inflacionar" su deuda. La mención se refiere a los efectos inflacionarios de la monetización de la deuda pública – más o menos probables,

³ Fue probablemente esa convicción la que llevó al presidente de los Estados Unidos a involucrarse personalmente en la promoción del paquete de rescate anunciado por la UE el 9 de mayo.

dependiendo de las circunstancias – y a la reducción del valor real del stock de deuda pública resultante. Para el tenedor de bonos gubernamentales norteamericanos esa posibilidad involucra el riesgo de caída del precio del bono por efecto de una expectativa inflacionaria incrementada. Pero éste es un riesgo de segundo orden en comparación con el riesgo de default⁴, que es prácticamente eliminado por la existencia del prestamista de última instancia. Lo análogo ocurre con la deuda pública de Japón denominada en yenes o la de Gran Bretaña en libras esterlinas. La preferencia por deuda en moneda internacional de gobiernos que cuentan con prestamista de última instancia se pone de manifiesto en la reiterada conducta de los inversores de buscar refugio en estos bonos frente a cada episodio de aumento de la incertidumbre.

Debe tomarse en cuenta que en el caso de los Estados Unidos tampoco hay completa certidumbre de que la Fed actúe siempre como prestamista de última instancia. La Fed es independiente y puede imaginarse una situación de conflicto entre el gobierno y el banco central con relación a su rol de prestamista de última instancia. También puede imaginarse que ese conflicto se resolvería rápidamente por los mecanismos democráticos porque Estados Unidos es un país con un sistema de gobierno nacional. La conducta manifiesta de los inversores sugiere una extendida convicción de que, en caso de conflicto institucional, el sistema daría prioridad al cumplimiento de los compromisos de la deuda pública.

La situación de las deudas públicas de la zona del euro es diferente. El cambio de las reglas vigentes requiere coordinar la voluntad de los gobiernos de los países de la zona. Cada país emite deuda pública nacional denominada euros, pero el BCE es una entidad supranacional regida por un número de gobiernos nacionales con algunos intereses comunes (por ejemplo, evitar el default de la deuda griega) y otros conflictivos. Sin embargo, el mencionado paquete de rescate de la UE y el FMI cubriría las necesidades de financiamiento de los países de alta deuda de la zona por varios años. Esto debería bastar para disipar el riesgo de default al menos por ese lapso. Pero los desembolsos están sujetos a condicionalidad, lo que mantiene la incertidumbre y el riesgo ¿Se vería el gobierno griego, por ejemplo, forzado a incumplir los compromisos de su deuda si no alcanza las metas impuestas por la condicionalidad? En casos como éste es claro que, si bien el BCE puede actuar como prestamista de última instancia, para el tenedor de bonos la probabilidad de que lo haga está lejos de la certidumbre: hay un riesgo de default significativo. Dicho en forma más simple: el

⁴ La eventual aceleración de la inflación se produciría gradualmente y su evolución puede seguirse con información de frecuencia mensual. La dinámica de las expectativas inflacionarias que afectan el precio de los bonos también seguiría probablemente una trayectoria gradual, de modo que los inversores cuentan con información y tiempo para cambiar sus portafolios. En cambio, el evento de default produce una pérdida de capital instantánea de gran magnitud.



mercado duda si las autoridades de Alemania no estarán eventualmente dispuestas a permitir el default de la deuda griega. En cambio, en el caso de la deuda pública de los Estados Unidos, el mercado no duda de que el sistema de gobierno de ese país no permitirá un default.

Una solución que se ha sugerido es la emisión de bonos de la UE para financiar las necesidades de los países de alta deuda, en lugar de los bonos nacionales. El objetivo es reducir la prima de riesgo, ya que la situación fiscal y de deuda es más robusta en el conjunto de la UE que en esos países. Pasamos por alto las dificultades políticas que traban la instrumentación de esta alternativa para señalar un punto: la iniciativa tendría un efecto significativo sobre la prima de riesgo no sólo a través de la señal fiscal, sino también porque, a los ojos del mercado, la probabilidad de que el BCE actúe como prestamista de última instancia de la UE sería sustancialmente mayor.

En síntesis, la raíz del riesgo soberano de los países de la zona del euro parece encontrarse en que el euro es una moneda sin nación. Por otro lado, el BCE es la institución más independiente y más sujeta a reglas entre los bancos centrales del mundo. Esto era ensalzado antes de la crisis porque suponía darle la mayor fortaleza a la moneda que emite. Paradójicamente, esas características parecen estar en la raíz de su debilidad actual.

El prestamista de última instancia de las economías de mercado emergente

Frenkel (2004) fue escrito a partir de la experiencia de los años noventa de los países de mercado emergente de alta deuda. La gran mayoría de los países en desarrollo que fueron parte de la globalización financiera estaba entonces inserta en el sistema financiero internacional con déficits de cuenta corriente. Luego de las crisis asiáticas y rusa y más generalizadamente desde principios de la década siguiente, un número importante de economías en desarrollo pasó a generar superávits en cuenta corriente y a acumular reservas internacionales de magnitud. Esto tuvo efectos benéficos sobre las primas de riesgo de las economías de mercado emergente, que tendieron a reducirse hasta alcanzar mínimos históricos en el primer semestre de 2007 (Frenkel and Rapetti, 2010). Una cuenta corriente superavitaria indica generalmente una menor dependencia del financiamiento externo y consiguientemente tiende a disminuir los efectos disruptivos de shocks externos reales y financieros. Por otro lado, la disponibilidad de reservas internacionales importantes juega un

rol similar al de un prestamista de última instancia en moneda internacional, reduciendo en consecuencia el riesgo de default por iliquidez en esa moneda.

Desde que el G20 resolvió triplicar la capacidad del préstamo del FMI en abril de 2009, la institución promovió la idea de que podía cumplir la función de prestamista de última instancia en moneda internacional de las economías en desarrollo, en reemplazo del rol que juegan las reservas acumuladas individualmente por los países. La iniciativa se superpuso con opiniones críticas con relación al mantenimiento de reservas de gran magnitud, provenientes del FMI y de otras fuentes. Estas críticas le imputan a esta política ineficiencia en la asignación de recursos.

Aún antes de la reciente experiencia de las deudas públicas europeas podía formularse una duda importante sobre la efectividad y conveniencia de la iniciativa mencionada: la eventual asistencia del FMI para cubrir deficiencias de liquidez internacional de los deudores estaría sujeta a condicionalidad, a diferencia de la posibilidad de utilizar las reservas internacionales. Consiguientemente, la efectiva disponibilidad de esa liquidez sería incierta y sobreviviría un riesgo de default por ese motivo. Esta consideración muestra que las reservas internacionales y el prestamista de última instancia supranacional no son equivalentes. Al respecto, la reciente experiencia de la zona del euro aporta nuevos elementos a la discusión.

En primer lugar, la experiencia provee evidencia que permite conjeturar los efectos probables de la iniciativa. Aunque la función de prestamista de última instancia del FMI se plasmara en una nueva línea de financiamiento de la institución, con las mínimas restricciones imaginables para su acceso por parte de los países en desarrollo, parece difícil que sus efectos sobre las primas de riesgo de estos países resultasen mayores que los efectos que, en el caso de la zona del euro, muestran hasta ahora el reciente paquete de rescate UE-FMI sumado al potencial de asistencia del BCE. Y estos efectos son evidente inferiores a los que provee la disponibilidad de reservas en el caso de los países de mercado emergente. En otras palabras, parece improbable que un acuerdo internacional en el seno del FMI, que constituyera a la institución como prestamista de última instancia de las economías en desarrollo, ofreciera a los inversores mejores garantías que las establecidas por las medidas recientes en la zona del euro para los países que la integran, y que, a su vez, resultan claramente inferiores que las garantías provistas por la disponibilidad de reservas en los países de mercado emergente.



En segundo lugar, la reciente experiencia europea sirve de ilustración de las enormes dificultades de coordinación que enfrentaría la iniciativa de constituir un prestamista de última instancia internacional. La UE es sin duda el ámbito más propicio imaginable para un acuerdo internacional que disipe el riesgo de default soberano de los países que la integran. ¿Si el acuerdo resulta tan difícil en ese ámbito, cuáles serían las posibilidades de un acuerdo global? Las dificultades serían seguramente mayores que en el caso de la UE⁵. Consecuentemente, la experiencia europea cuestiona la viabilidad de la iniciativa mencionada así como también la viabilidad de otras iniciativas aún más ambiciosas⁶.

En resumen, la experiencia europea reciente abona el pesimismo acerca de las posibilidades de cambios en la institucionalidad global que incentiven a los países en desarrollo a abandonar o no perseguir las configuraciones que les proveen robustez: una cuenta corriente superavitaria y la disponibilidad de reservas internacionales de magnitud. Por este lado no parece encontrarse una vía de solución al problema de los desbalances globales. Pero mientras los países en desarrollo esperan que aumente la viabilidad de un acuerdo internacional, las políticas nacionales que procuran las mencionadas configuraciones robustas resultan las más recomendables.

Bibliografía

Frenkel R. (2003) "Deuda externa, crecimiento y sostenibilidad", Desarrollo Económico No 168, Vol.42, Buenos Aires, enero-marzo. En inglés: "External Debt, Growth and Sustainability", en J. A. Ocampo (ed.), Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability, Palo Alto, Stanford University Press and ECLAC, 2005.

Frenkel R. (2004) "Del auge de los flujos de capital a las trampas financieras" en J. A. Ocampo (ed.) El desarrollo económico en los albores del siglo XXI. CEPAL- Alfaomega, Bogotá. En inglés: "From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps" en J. A. Ocampo and J. Stiglitz (eds.) Capital Markets Liberalization and Development, IPD Book Series, Oxford University Press, 2008.

Frenkel and Rapetti (2010) "Economic Development and the International Financial System" en Griffith-Jones S., J. A. Ocampo and J. Stiglitz (eds), Time for a Visible Hand Lessons from the 2008 World Financial Crisis, Oxford University Press.

⁵ En realidad, también se ven muy dificultadas iniciativas de mucho menor alcance, tales como la reestructuración del voto en el FMI, para adecuarlo al efectivo peso de los países que integran la institución.

⁶ Por ejemplo, un acuerdo global para crear una moneda internacional que tienda a reemplazar el uso de las monedas nacionales que actualmente cumplen esa función.