



ARTÍCULO

Crisis de la deuda soberana y apalancamiento en la zona euro: un intento de cuantificación

Marta Gómez-Puig

Departamento de Teoría Económica, Universitat de Barcelona y RiskCenter-IREA, Barcelona, España

Recibido en noviembre de 2012; aceptado en marzo de 2013

CÓDIGOS JEL

F36;
G15;
F34

PALABRAS CLAVE

Crisis deuda soberana;
Deuda pública;
Deuda privada;
Deuda exterior

JEL CLASSIFICATION

F36;
G15;
F34

KEYWORDS

Sovereign debt crisis;
Public debt;
Private debt;
Exterior debt

Resumen La perspectiva que proporcionan los más de tres años transcurridos desde el inicio de la crisis de la deuda en la zona euro permite afirmar que el origen de la misma va mucho más allá de los desequilibrios fiscales en los países de la eurozona. La interconexión entre deuda privada y deuda pública es una evidencia. Adicionalmente, dada la elevada integración bancaria existente en el contexto de los países de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM), la propagación de la crisis a través del sistema bancario resulta sencilla. Estos hechos han motivado el análisis realizado en este trabajo que presenta un intento de cuantificación del nivel de endeudamiento global (público y privado) de todos los países de la eurozona, a partir de una base de datos construida con las estadísticas que proporciona el Banco Central Europeo y de la exposición de la banca internacional sobre la deuda de los países de la UEM, utilizando los datos suministrados por el Banco de Pagos Internacional.

© 2012 Asociación Cuadernos de Economía. Publicado por Elsevier España, S.L. Todos los derechos reservados.

Sovereign debt and leverage crisis in the eurozone: An attempt to quantify it

Abstract From the perspective provided by more than three years from the start of the euro area sovereign debt crisis, it can be observed that its origin goes beyond fiscal imbalances in the euro countries. The interconnection between private and public debt is obvious. Moreover, the transmission of the crisis through the banking system is obvious, given the high banking integration between European Economic and Monetary Union (EMU) countries. These facts have led to the analysis carried out in this paper, and presents an attempt to quantify the level of global indebtedness (public and private) of all eurozone countries, using a database that has been built up with the statistics provided by the European Central Bank, and on foreign banks' claims on the debt of EMU countries, using data supplied by the Bank for International Settlements.

© 2012 Asociación Cuadernos de Economía. Published by Elsevier España, S.L. All rights reserved.

1. Introducción

La perspectiva que proporcionan los más de tres años que han transcurrido desde el inicio de la crisis de la deuda en la zona euro permite identificar la crisis a la que se enfrenta la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM) en la actualidad como una crisis con tres vertientes diferentes, pero estrechamente interconectadas entre sí (véase Shambaugh, 2012): una crisis bancaria, una crisis de deuda soberana y una crisis de crecimiento. Existe una crisis bancaria porque los bancos deben afrontar problemas de liquidez y de recapitalización. Hay una crisis de deuda soberana ya que varios países de la zona euro han visto aumentar sensiblemente las rentabilidades de su deuda pública y han debido afrontar problemas para recabar financiación en los mercados. Finalmente, hay una crisis de crecimiento dado que el crecimiento económico es reducido o negativo, en general, para toda la zona euro (la eurozona-12 registró un crecimiento interanual del -0,9% en el último trimestre de 2012) y, además, se distribuye de forma desigual entre países. Las crisis bancaria y de la deuda pública se refuerzan mutuamente entre sí y acusan las consecuencias de la desaceleración del crecimiento económico, al tiempo que también inciden negativamente en el mismo.

En este contexto, dado que el origen de la crisis de la deuda en la zona euro va mucho más allá de los desequilibrios en las finanzas públicas y la interconexión entre deuda privada y deuda pública es obvia, en este trabajo pretendemos contribuir a la literatura cuantificando el nivel de endeudamiento privado y la exposición de la banca extranjera a la deuda de cada uno de los países de la zona euro. Hasta donde llega nuestro conocimiento, no existen bases de datos homogéneas sobre el nivel de apalancamiento privado sectorial (familias, bancos y empresas no financieras) en los diferentes países de la eurozona.

El resto del trabajo se distribuye de la siguiente manera. En el segundo apartado explicaremos la relevancia de la deuda privada y exterior en la actual crisis de la deuda soberana. En el tercero, cuantificaremos el nivel de apalancamiento del sector público y del sector privado en los diferentes países de la zona euro. Los datos sobre el endeudamiento del sector privado (familias, bancos y empresas no financieras) han sido construidos a partir de las estadísticas sobre los balances de las Instituciones Monetarias y Financieras (IMF) en cada país de la zona euro que publica el Banco Central Europeo (BCE). En el cuarto, analizaremos la exposición de la banca internacional a la deuda de los países de la zona euro utilizando datos suministrados por el Banco de Pagos Internacional (BPI) y, finalmente, en el último resumiremos las principales conclusiones del estudio.

2. Relevancia de la deuda privada y exterior en la crisis de la deuda soberana

Uno de los principales factores explicativos de los diferenciales de rentabilidad de las emisiones de deuda pública en los países participantes de la UEM fue eliminado con la introducción de la moneda única en enero de 1999. Este hecho tuvo su traducción en un aumento tanto en el grado de sustitución entre emisiones, como en el de la relevancia del riesgo de crédito y de las diferencias de liquidez en los dife-

renciales de rentabilidad¹. La evolución de los diferenciales de rentabilidad a 10 años frente al bono alemán durante el período 1999-2012 se presenta en la figura 1.

En la citada figura se observa que durante los diez primeros años de moneda única² (1999-2008), en promedio, el valor de los diferenciales de rentabilidad a 10 años de las emisiones de los gobiernos soberanos de la zona euro frente al bono alemán, se situó en un rango muy estrecho: entre los 8 puntos básicos de Irlanda y Francia y los 32 puntos básicos de Grecia. A partir de estos datos, puede concluirse que si bien es cierto que la persistencia de diferenciales positivos fue un reflejo de integración incompleta de los mercados de deuda pública europeos, también es cierto que la estabilidad fue la característica dominante de los mismos. De hecho, los reducidos valores alcanzados por los *spreads* permiten asegurar que durante cerca de una década los mercados infravaloraron los desequilibrios fundamentales existentes en los diferentes países de la zona euro, al tiempo que asignaron una probabilidad próxima a cero a la ocurrencia de una situación de impago por parte de alguno de los países de la eurozona.

No obstante, en la figura 2, que muestra la evolución de la rentabilidad a 10 años de las emisiones de deuda pública de los países de la zona euro desde 1993 hasta 2012, puede apreciarse que, a partir de 2009, coincidiendo con la recesión económica que sucedió a la crisis financiera global a partir de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, los diferenciales de rentabilidad resurgieron. El aumento de la percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales se trasladó también a los mercados de deuda pública europeos y los agentes empezaron a valorar los desequilibrios estructurales en las finanzas públicas de algunos de los países miembros que, hasta entonces, habían ignorado.

Adicionalmente, la figura 2 es muy ilustrativa al mostrar que a partir del estallido de la crisis de la deuda en la zona euro en otoño de 2009, en algunos países las rentabilidades alcanzaron valores incluso superiores a los registrados con anterioridad a la adopción de la moneda única cuando todavía existía riesgo de cambio. La percepción del riesgo de crédito asociado a los diferentes países y el valor asignado al mismo por parte de los agentes que actúan en los mercados parecería haber experimentado un cambio radical con el advenimiento de la crisis financiera global. En este contexto, ya no puede afirmarse que la probabilidad otorgada por los agentes a la ocurrencia de una situación de impago por parte de algún país continúe siendo cero. Máxime, cuando hasta el momento, la crisis ya se ha saldado con el rescate de Grecia (en dos ocasiones), de Irlanda y de Portugal.

En el presente, cuando ya han transcurrido más de tres años desde el inicio de la crisis en los mercados de deuda soberana de la zona euro podemos afirmar que su origen va mucho más allá de los desequilibrios en las finanzas públicas de los países de la UEM. De hecho, el origen de la crisis de la deuda difiere entre países y refleja el elevado grado de in-

1. Véase Gómez-Puig (2006, 2008).

2. En el caso de Grecia, los cálculos se han efectuado para el período 2001-2008, dado que se incorporó a la moneda única en enero de 2001.

Download English Version:

<https://daneshyari.com/en/article/7343044>

Download Persian Version:

<https://daneshyari.com/article/7343044>

[Daneshyari.com](https://daneshyari.com)