

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración Nelson Vera

Mayo 26 de 2015

Bonos Públicos Indexados al Crecimiento del PIB-real: ¿Acaso ellos salvarían a Grecia?

Durante las últimas semanas hemos asistido a un nuevo episodio de turbulencia financiera-política global por cuenta de la saga de la crisis fiscal de Grecia (2010-2015). El agravante en esta ocasión proviene de la animadversión política de la nueva Administración Tsipras (del partido Siriza de extrema izquierda) hacia la Troika (BCE, Unión Europea y el FMI). Este episodio arriesga una cesación de pagos por parte de Grecia, dados los vencimientos de unos €800 millones de repago al FMI entre junio-julio de 2015, en tanto que los desembolsos de emergencia se encuentran congelados por incumplimientos de Grecia frente al programa con la Troika.

El gráfico adjunto muestra el cronograma de pagos de la deuda pública de Grecia. Allí, el gobierno se ha visto en ascuas para cumplir los pagos al FMI, incluso después de haber agotado sus reservas pensionales y territoriales. Además, Grecia ha hecho saber al BCE que no podrá enfrentar pagos por €7.000 millones durante los próximos meses, bajo los actuales esquemas.

Dada esta delicada coyuntura, se ha llegado a discutir la opción de emitir bonos de deuda pública griega indexados al crecimiento del PIB-real, en vez de atarlos a tasas de interés. La idea es proveer a dicha deuda de “estabilizadores automáticos”, de tal manera que en épocas de auge esos tenedores de deuda reciban los frutos del mayor crecimiento, pero bajo recesiones económicas entren a compartir parte del dolor económico de los bajos crecimientos (ver *The Economist*, febrero 15 de 2015).

Las bondades teóricas de este tipo de instrumentos son evidentes: i) desincentiva políticas fiscales procíclicas, pues resta espacio al gasto público en picos económicos, mientras otorga un respiro en los valles; y ii) suaviza la razón deuda-pública/PIB al impedir espirales explosivas en los costos de financiamiento. Algunos estudios confirman estas intuiciones y destacan sus virtudes no solo para el mundo emergente. En efecto, el Banco de Inglaterra (2014, *GDP-Linked Bonds and Sovereign default*) encuentra que los períodos de pánico financiero podrían ocurrir a niveles de 150%-200% en la relación deuda pública/PIB, en vez de los niveles de 90% que sugerían Reinhart y Rogoff (2011), ver *Comentario Económico del Día* febrero 23 de 2011.

**CRÉDITOS DE LIQUIDEZ
Y CARTERA ORDINARIA.**

Continúa

Dos excelentes alternativas
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

www.bancoavillas.com.co

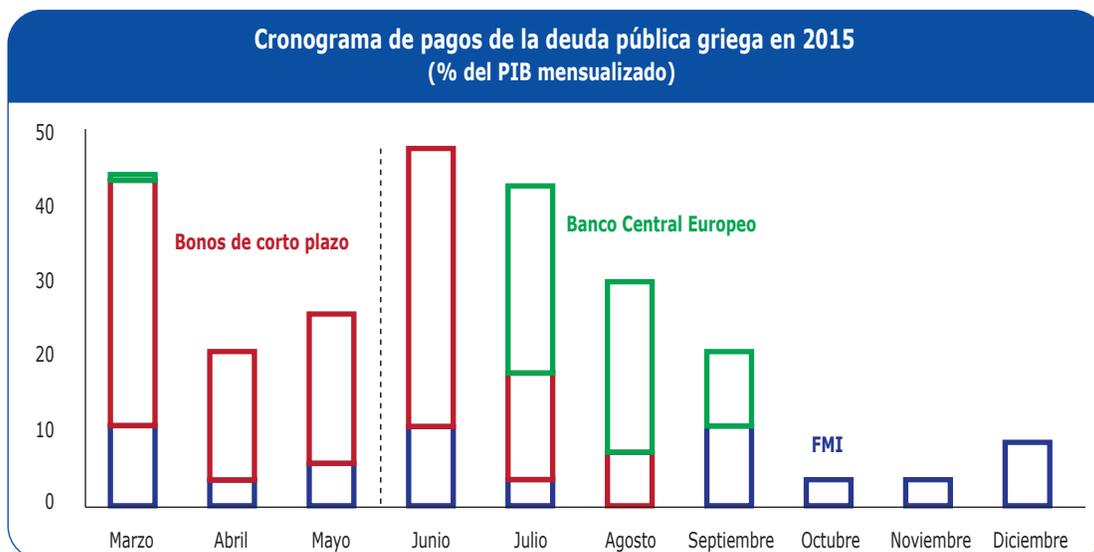
Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración Nelson Vera

A pesar de estas ventajas teóricas, las experiencias con bonos indexados al PIB-real son escasas. México adoptó un esquema similar durante la década de los años setenta (en realidad, indexándolos al precio del petróleo), pero limitando su uso a procesos de reestructuración de deuda. Argentina emitió garantías indexadas al PIB en 2002, entregándolas a los inversionistas “quemados” por su *default* en ese año (dichos instrumentos no tenían principal, pagando solo una especie de “dividendo” atado a la actividad económica). La misma Grecia emitió instrumentos similares a los participantes de su *swap* de deuda de 2012, resultando en “peluqueadas” del orden del 20% en el principal de la deuda pública (la cual ahora ronda niveles del 175% del PIB), ver *Comentario Económico del Día* 31 de julio de 2012.

Este precario desarrollo de los bonos indexados al PIB está ligado a sus dificultades de implementación, dada la transferencia de riesgos del deudor al inversionista. Allí son de particular relevancia: i) las mayores rentabilidades *ex-ante* que demandaría el inversionista ante los mayores riesgos asumidos, pues bajo un bono convencional es el deudor quien enfrenta el riesgo de menores expansiones económicas; y ii) el riesgo de manipulación de las cifras económicas por parte de países emisores, buscando hacer “conejo” (recordemos los cuestionamientos en las cifras de Argentina, de China y el “falseamiento” de las cifras fiscales de la propia Grecia en 2009).

El meollo del asunto radica en persuadir a los gobiernos a aceptar mayores costos de financiamiento durante los períodos de auge, no en los de crisis, como suele ocurrir. En este sentido, la deuda convencional tiene un comportamiento más favorable. De hecho, cualquier país que acepte un esquema de disciplina fiscal de este tipo, probablemente no necesitaría un aseguramiento-fiscal vía bonos indexados al PIB.

En síntesis, las dificultades de implementación de los esquemas de bonos indexados al PIB probablemente continuarán impidiendo su masificación. Sin embargo, en el caso de la Zona Euro, particularmente en Grecia, podrían proveer algo de la necesaria flexibilidad fiscal. Claramente, ello requeriría mayor injerencia de Eurostat (la agencia estadística europea) en la supervisión de las cifras estadísticas nacionales, *so-pena* de repetir los bochornosos episodios del “falseamiento” de la deuda griega en 2009.



Fuente: *The Economist*.