

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 513, 17 de Diciembre de 2009

AL INSTANTE

### **GRECIA: CRECIENTES DESEQUILIBRIOS AUMENTAN RIESGO DE DEFAULT**

Durante los últimos meses, la posición financiera de la economía de Grecia ha sido motivo de creciente preocupación en los mercados internacionales.

La principal luz de alerta surgió a comienzos de octubre, tras la asunción del nuevo gobierno liderado por el socialista Georges Papandreou, cuyo partido resultó victorioso en las últimas elecciones parlamentarias.

Hasta septiembre las proyecciones oficiales estimaban el déficit fiscal para 2009 en torno al 3,7% del PIB. Sin embargo, una revisión de la situación de las finanzas públicas llevó a elevar bruscamente dicha cifra hasta un 12,5% del PIB. Esto terminó por confirmar los temores que ya existían respecto a la validez de las proyecciones del gobierno, generando una serie de reacciones

que han ido desde un alza sustantiva en los spreads de la deuda soberana griega, hasta una revisión generalizada de la clasificación de riesgo de los instrumentos de deuda del gobierno.

De esta forma, el pasado 7 de diciembre, la agencia Fitch redujo el rating soberano de Grecia desde A- a BBB+, sólo dos meses después de la última degradación en octubre pasado.

Por su parte, Standard & Poors ha puesto en observación la clasificación de riesgo de Grecia con una clara tendencia a la baja. También ha afirmado que, de no mediar un plan efectivo que permita disminuir los amplios desequilibrios fiscales, el rating de los bonos soberanos griegos bajaría a BBB+. La misma medida fue adoptada por la clasificadora Moody's.

Tanto las agencias clasificadoras de riesgo como las propias autoridades económicas de la Zona Euro, han puesto énfasis en señalar que los problemas que enfrenta Grecia son en gran medida fruto de una deficiente gestión de las finanzas públicas a nivel local.

Dado el contexto de mayor sensibilidad que existe en los mercados internacionales, como consecuencia de la crisis financiera, estos problemas internos han derivado en crecientes temores respecto a que Grecia pueda dejar de pagar su deuda pública, la que llegará el 2009 a un 113% del PIB.

#### **CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE UN DESEQUILIBRIO GENERALIZADO**

Tal vez una de las principales amenazas para Grecia, está dada por el momento en que estos desequilibrios internos se han dado a conocer.

En un contexto en el que muchos de los países de la Zona Euro han comenzado a presentar signos de recuperación tras la crisis, se hace cada vez más probable que instituciones, como el Banco Central Europeo (BCE), comiencen a retirar parte de los estímulos que se han

dispuesto para mitigar los efectos de la crisis internacional. Una de estas medidas, fue reducir el requerimiento de clasificación de riesgo de los bonos soberanos que fuesen utilizados colateralmente en los préstamos que otorga el BCE de A- a BBB-. Esto permitió inyectar liquidez con mayor fuerza a los sistemas financieros de los países miembros de la Zona Euro.

Dada las muestras de recuperación que se han observado en los mercados crediticios europeos, es posible que este requerimiento sea elevado nuevamente a A- en el transcurso de 2010.

Una modificación de este tipo, implicaría dejar excluidos a los bancos griegos de flujos de financiamiento externo que utilicen como colateral los bonos soberanos, lo que exacerbaría aún más los problemas internos.

En este escenario, el Banco Central Europeo y las autoridades económicas del viejo continente enfrentan un dilema difícil de resolver. Si se elevan los requerimientos para el otorgamiento de créditos a sus niveles normales y se rehúye acudir a la ayuda del gobierno griego, la situación de este país podría empeorar gravemente,

afectando con ello la estabilidad financiera de toda la Zona Euro.

Sin embargo, un relajamiento en los criterios que deben cumplir los países que forman parte de esta unión monetaria, podría generar incentivos para que otros países disminuyan su disciplina fiscal, generando además una señal confusa, en particular para los países de Europa del Este que más recientemente han adoptado la moneda única europea.

De todas formas, el vencimiento promedio de los instrumentos de deuda de Grecia se ubica en torno a los 8 años, lo que genera un cierto margen de maniobra para que las autoridades tanto locales como europeas puedan coordinar medidas conjuntas para enfrentar esta situación.

Dada la complejidad que ha adquirido la situación económica de Grecia, la Comisión Europea ha decidido tomar un rol más activo, exigiendo incluso al ministro de finanzas, George Papaconstantinou, que lleve adelante una completa restructuración del presupuesto público para el año 2010.

En una reciente carta enviada al Financial Times, la principal

autoridad económica griega aseguró que su gobierno estaba plenamente comprometido con la adopción de las medidas que sean necesarias para restablecer la credibilidad internacional del país.

Sin embargo, las propuestas del gobierno, centradas en una reforma tributaria que busca generar mayores ingresos fiscales, no ha logrado disipar los temores internacionales. Entre estas reformas, se incluyen propuestas directamente populistas, como la idea de gravar con un impuesto del 90% los bonos que reciben los ejecutivos del sector financiero.

El problema principal de Grecia radica en una institucionalidad fiscal incapaz de administrar de forma eficiente el gasto público y que incentiva además altas tasas de evasión tributaria. Además, los desequilibrios en el balance fiscal no son, como ha sucedido este año en muchos países, fruto del ciclo económico propio de la crisis internacional, sino más bien estructurales, por lo que el foco debería estar más en controlar el gasto público que en generar más ingresos fiscales.

Si bien la economía griega ha crecido en promedio un 4% durante

los últimos cinco años, las debilidades del país en materia de competitividad se han profundizado.

Los desequilibrios que se han observado tanto a nivel de cuenta corriente como de balance fiscal, dan cuenta de una economía que ha estado utilizando recursos de una manera que va más allá de sus propias capacidades. En este sentido, basta señalar que el déficit de cuenta corriente fue durante 2008 superior al 14% del PIB, haciendo que incluso un déficit como el de Estados Unidos (5% del PIB) se perciba como modesto.

Además de un abultado déficit fiscal y de una deuda pública que ha escalado hasta más del 110% del PIB, las cuentas fiscales han sufrido el efecto de un sistema de pensiones de reparto administrado por el estado.

En ausencia de reformas liberalizadoras como las que se han implementado en esta área en países como Polonia o República Checa, la evolución demográfica del país ha generado mayores presiones sobre las finanzas públicas, que han sido incapaces de solventar un sistema de este tipo.

Economistas locales reconocen que dentro del sector público, el principal desequilibrio proviene precisamente del sistema de pensiones, el que podría volverse insostenible de aquí a diez años.

El gobierno ha propuesto una reforma que considera equiparar la edad de jubilación para hombres y mujeres en 65 años, así como una reducción de los actuales 13 fondos de pensiones a sólo 3, facilitando así su administración.

Sin embargo, la oposición de las uniones sindicales a estas medidas hace que su implementación sea poco viable a mediano plazo.

El sector público ha sido afectado también por una deficiente gestión de sus recursos humanos.

La planta de personal se ha expandido en unos 50.000 empleados desde el año 2004, la mayoría de los cuales tiene un bajo nivel de formación profesional.

La presión de los grupos de interés ha hecho crecer los salarios en promedio un 5% anual durante el mismo período, lo que sucederá nuevamente este año.

Ante los amplios desequilibrios fiscales, una medida de prudencia mínima consistiría en una reducción de las tasas de contratación del sector público y en el ejercicio de un mayor control sobre las alzas en los costos salariales.

El alto grado de captura del estado por parte de las uniones sindicales, ha impedido la materialización de cualquier tipo de medida que vaya en dicho sentido.

#### **LAS LIMITADAS ALTERNATIVAS DE SOLUCIÓN**

Es difícil prever una salida a los problemas de Grecia.

La historia reciente muestra que las autoridades de este país estarán dispuestas a seguir sobrepasando los límites que impone la pertenencia a la Zona Euro, salvo que se impongan costos que puedan ser percibidos de manera directa por el gobierno.

Una alternativa que va en este sentido, es que el consejo de ministros de finanzas de la unión monetaria imponga algún tipo de sanción a Grecia, la que podría estar dada por una limitación del acceso del gobierno griego a los fondos de ayuda para el desarrollo

que el país ha recibido para disminuir su brecha con las naciones más ricas del continente.

En las últimas semanas se ha mencionado también la opción de que Grecia pudiera dejar la unión monetaria europea durante el próximo año.

Hay que considerar que la Zona Euro cuenta con una cláusula que impide realizar transferencias fiscales entre países para apoyar a una nación presionada por deudas que ha contraído de manera propia. Esta situación limita la gama de alternativas de las que disponen las autoridades europeas, por lo que un retiro de Grecia de la unión monetaria no puede ser descartado a priori, aunque por ahora suene más bien como un escenario lejano.

Para el país balcánico, un retiro de la Zona Euro representaría una profundización aún mayor de sus problemas, en particular porque el costo de la deuda externa subiría de manera dramática.

A comienzos de marzo pasado, cuando Europa enfrentaba las consecuencias de la crisis internacional, el entonces ministro de finanzas alemán, Peter Steinbrück, señaló que, a pesar de

las cláusulas de la Zona Euro, podría ser necesario ir en ayuda de países como Grecia o Irlanda.

Sin embargo, el apoyo que encuentra una medida de este tipo entre los líderes europeos en la actualidad es escaso, y es poco probable que se vea al Banco Central Europeo, por ejemplo, yendo al rescate financiero del sector público de Grecia.

Una intervención de este nivel podría ser más fácil de justificar al encontrarse las economías en el medio de una crisis sistémica.

Sin embargo, en la actualidad, cuando en muchos países las consecuencias de la crisis financiera han comenzado a disiparse, el que los miembros de la Zona Euro decidan pasar por sobre una de las normas de la unión monetaria para rescatar a un país de problemas en los que ha caído por su propia cuenta, se vuelve muy poco probable.

Los problemas de riesgo moral que una medida de ese tipo puede generar pueden terminar por ser para la Zona Euro aún más perjudiciales que una caída en default de uno de sus miembros.

En el caso de que las condiciones de pago de la deuda pública de Grecia sigan empeorando, surge como alternativa que el país pueda recurrir a la ayuda del Fondo Monetario Internacional. Las estrictas condiciones en materia de disciplina fiscal que impone el otorgamiento de recursos por parte de este organismo, podría ayudar a que las autoridades locales implementen las reformas necesarias para disminuir los desequilibrios estructurales que muestra el sector fiscal.

De todas formas, el ministro de finanzas griego ha hecho saber que la decisión de su gobierno es la de buscar una solución a sus problemas en el contexto de la institucionalidad propia de la Zona Euro.

El problema en este caso, es que la unión monetaria europea considera una serie de medidas de prevención de riesgos que los países deben respetar, principalmente políticas de disciplina fiscal.

Sin embargo, el tratado que dio origen a la Zona Euro no considera medidas de respuesta frente a crisis que puedan enfrentar sus miembros a nivel local. Esto hace que los líderes europeos se vean

particularmente limitados en su capacidad de ayudar a gestionar una solución al problema de Grecia, una limitación institucional que probablemente debería ser revisada a la luz de lo que ha sucedido durante el desarrollo de la crisis internacional.

De todas formas, es un hecho que las autoridades europeas políticas y financieras realizarán todo lo posible por evitar una caída en default de Grecia, situación que representaría una seria amenaza para la estabilidad de la unión monetaria. Por lo pronto, la esperanza radica en que la mayor sensibilidad de los mercados internacionales frente a desequilibrios como el que presenta Grecia, sirva como mecanismo de control para que el gobierno griego realice las reformas necesarias y se someta a una mayor disciplina en la administración de los recursos del sector público.

En el período previo a la crisis, con una economía creciendo de manera sostenida, el mercado simplemente hizo caso omiso a las señales que ya manifestaban problemas importantes en el país, no habiendo sido castigado éste en sus clasificaciones de riesgo soberano.

En el contexto de la crisis internacional esta situación ha cambiado, de manera que se asoma como la principal herramienta para presionar al gobierno de Grecia en la implementación de reformas que permitan superar los desequilibrios actuales.

### **CONCLUSIONES Y PROYECCIONES**

A diferencia de lo que ha sucedido con la mayoría de los países que se han visto afectados seriamente por la crisis internacional, los problemas de Grecia se han originado en el manejo, que a nivel local, el gobierno ha hecho de las finanzas públicas.

La principal implicancia de esto, es que una recuperación en las cifras de crecimiento de la economía no se traducirá necesariamente en una solución definitiva de los desequilibrios macroeconómicos del país, puesto que estos son más bien de carácter estructural. Por este motivo, no se puede esperar que la inercia de una recuperación en la economía internacional permita superar por sí sola la situación que vive Grecia.

La solución radica, en este caso, en una acción coordinada del gobierno, que permita implementar las

reformas estructurales que puedan mejorar la eficiencia del sector público. Sin embargo, es difícil prever hasta qué punto el gobierno estará dispuesto a asumir el costo político que implica un desafío de este tipo.

El gobierno griego deberá mostrar que posee un plan fiscal creíble a mediano plazo, orientado a disminuir los desequilibrios. De lo contrario, lo más probable es que las amenazas de nuevas caídas en la clasificación de riesgo del país se materialicen.

Los problemas fiscales han aumentado el spread de riesgo soberano de Grecia por sobre los bonos de referencia de Alemania hasta los 220 puntos base durante diciembre, un máximo en más de 7 meses. Esto ha ido aumentando el costo de una deuda pública que ya alcanza el 113% del PIB, y que podría escalar hasta el 120% del PIB durante 2010. A esto, se suma el hecho de que la degradación en la clasificación de riesgo de Grecia ha puesto en duda, la validez del uso de sus instrumentos de deuda como colateral, frente al BCE. Esto último da cuenta de cómo el empeoramiento en las cifras que muestra el país ha ido restringiendo cada vez más las alternativas de

solución que puedan venir desde el exterior.

Las propuestas del ejecutivo se han concentrado en aumentar los ingresos fiscales, en lugar de buscar un equilibrio por la vía de una reducción en el gasto público. Así, el gobierno está intentando solucionar un problema estructural con medidas propias aplicables a desequilibrios originados por factores cíclicos, lo que es un grave error de diagnóstico. Por este motivo, es difícil esperar que se produzca una reducción significativa del déficit de 12,2% del PIB que se espera para 2010.

Grecia enfrenta, por último, la presión del tiempo. Las medidas extraordinarias de inyección de liquidez comenzarán post crisis a ser retiradas, a mediano plazo, restringiendo aún más su acceso al financiamiento. El Presidente del Bundesbank alemán, Axel Weber, ha señalado que Grecia cuenta con cerca de un año de plazo para implementar medidas concretas que disminuyan los riesgos actuales. Tras ese plazo, el BCE retirará sus medidas temporales de apoyo, lo que podría representar un duro golpe financiero para Grecia.



Los bancos griegos han sido uno de los principales usuarios de los fondos de emergencia que ha provisto el BCE durante la crisis.

Dado que la condición financiera de los bancos comerciales griegos es relativamente saludable, estos movimientos reflejarían su interés por beneficiarse de lucrativas operaciones de carry-trade, aprovechando las bajas tasas de interés actuales.

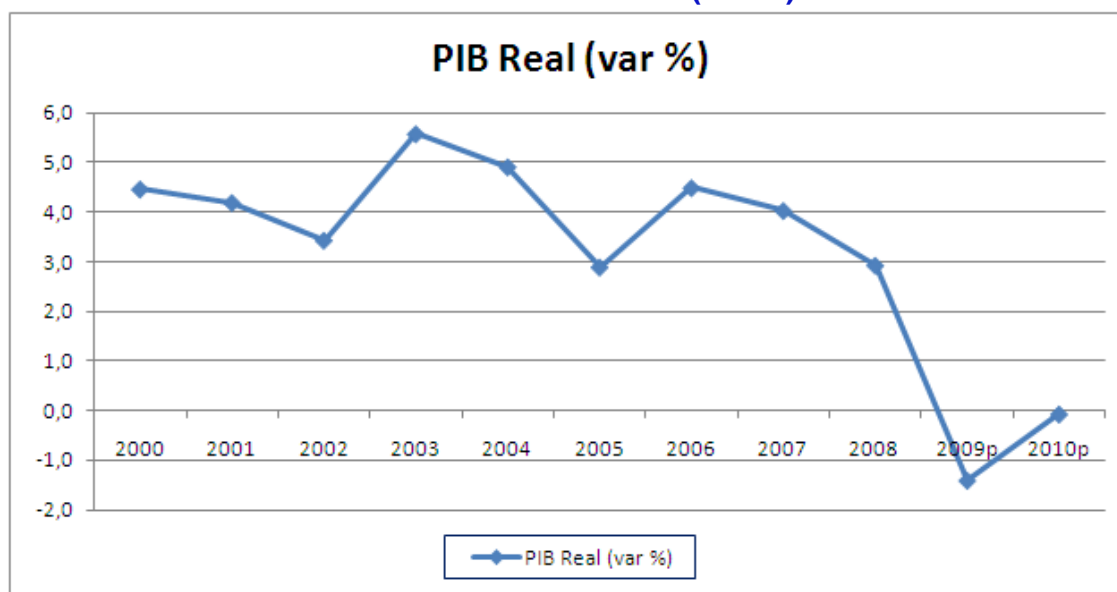
Los bancos han utilizado usualmente como colateral de estos movimientos los bonos del gobierno de Grecia, por lo que si estos dejan de ser aceptados por el BCE caerá la demanda por los instrumentos de deuda pública, aumentando así aún más el costo de financiamiento del gobierno. Esto ejemplifica el alcance que podrían tener nuevas caídas en la clasificación de riesgo del país.

**Cuadro Nº 1**  
**Índices Económicos de Grecia**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p
PIB Real (var %)	4,9	2,9	4,5	4,0	2,9	-1,4	-0,1
Demanda Interna (var %)	6,1	5,3	8,7	7,4	4,1	-3,3	0,0
Consumo Privado (var %)	6,6	8,1	8,8	6,5	6,5	-1,4	0,1
Inversión (var %)	2,7	-2,6	12,8	6,8	-4,2	-16,1	-2,2
Balanza comercial (EUR Bill)	-30,1	-29,9	-34,1	-38,4	-43,1	-34,0	-34,4
Exportaciones (EUR Bill)	12,3	13,9	16,5	17,2	17,2	14,9	15,0
Importaciones (EUR Bill)	42,4	43,8	50,7	55,6	60,3	48,9	49,4
Cuenta Corriente (% del PIB)	-5,8	-7,3	-11,1	-14,2	-14,4	-10,0	-9,0
Inflación (var %)	3,1	3,5	3,2	3,9	3,1	1,3	1,8
Balance Fiscal (% del PIB)	-7,5	-5,2	-2,9	-3,7	-7,7	-12,5	-12,2

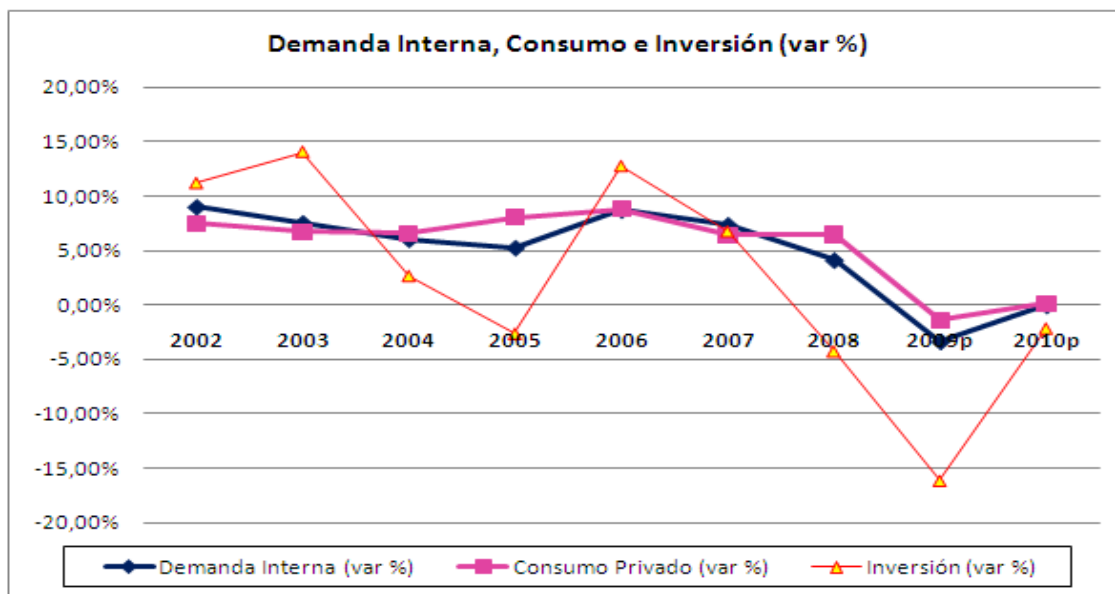
Fuentes: JP Morgan, FMI.

**Gráfico Nº 1**  
**Crecimiento del PIB (var %)**



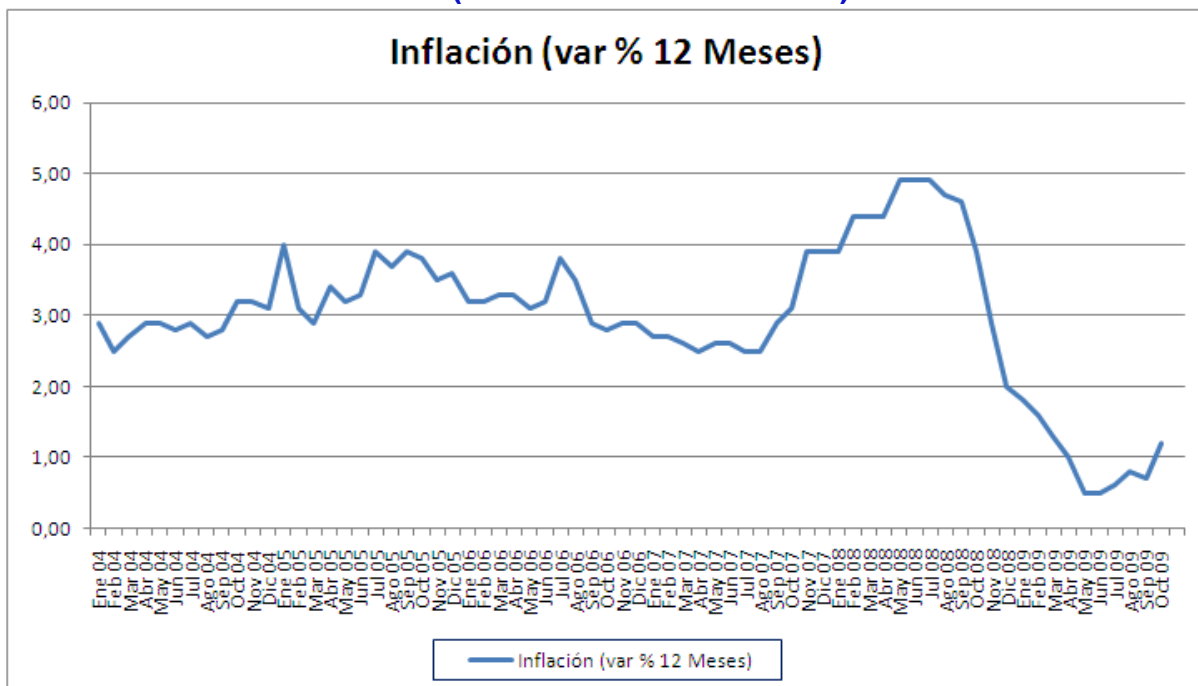
Fuente: JP Morgan, FMI.

**Gráfico Nº 2**  
**Evolución de la Demanda Interna, el Consumo y la Inversión**



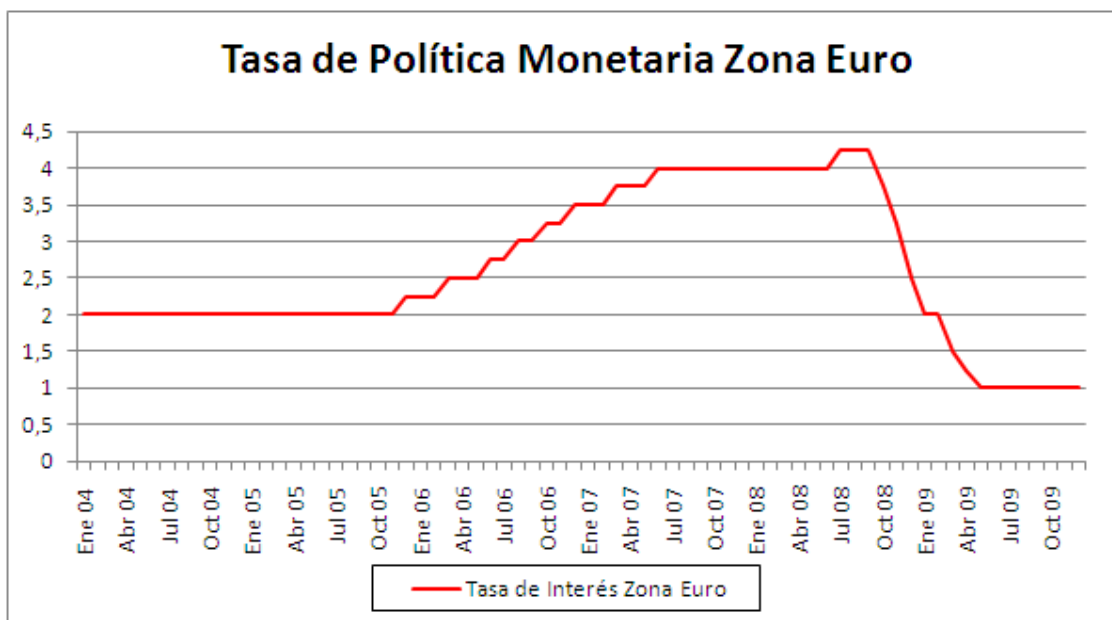
Fuente: Eurostat.

**Gráfico Nº 3**  
**Inflación (variación % en 12 meses)**



Fuente: Eurostat.

**Gráfico Nº 4**  
**Evolución Tasa de Referencia de Política Monetaria**



Fuente: Banco Central Europeo.

**Cuadro Nº 2**  
**Proyecciones Tasa de Interés Zona Euro**

	Actual	Dic 09	Mar 10	Jun 10	Sep 10
Tasa de Referencia	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

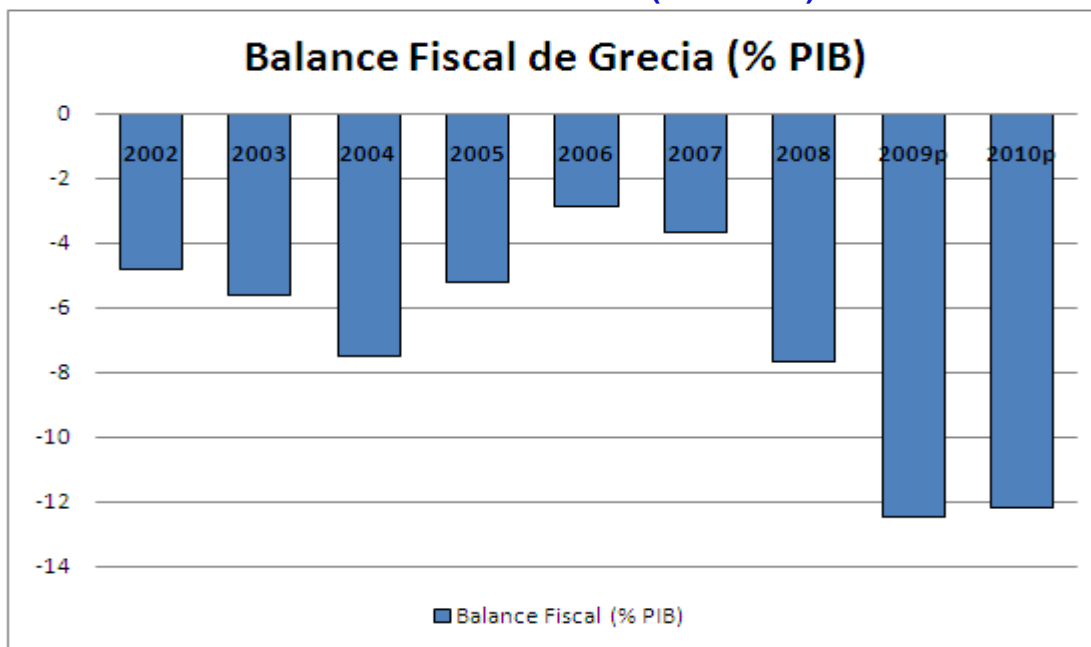
Fuente: JP Morgan

**Cuadro Nº 3**  
**Clasificaciones de Riesgo**

	Moody's	S&P	Fitch
Grecia	A1	A-	BBB+

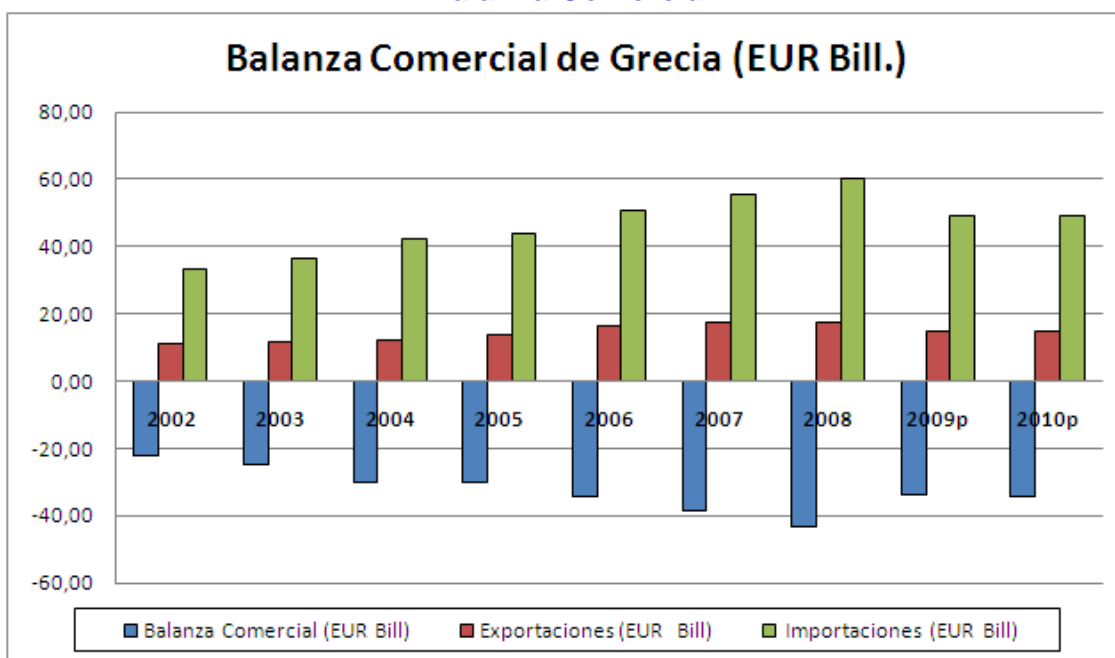
Fuente: JP Morgan

**Gráfico Nº 5**  
**Balance Fiscal (% del PIB)**



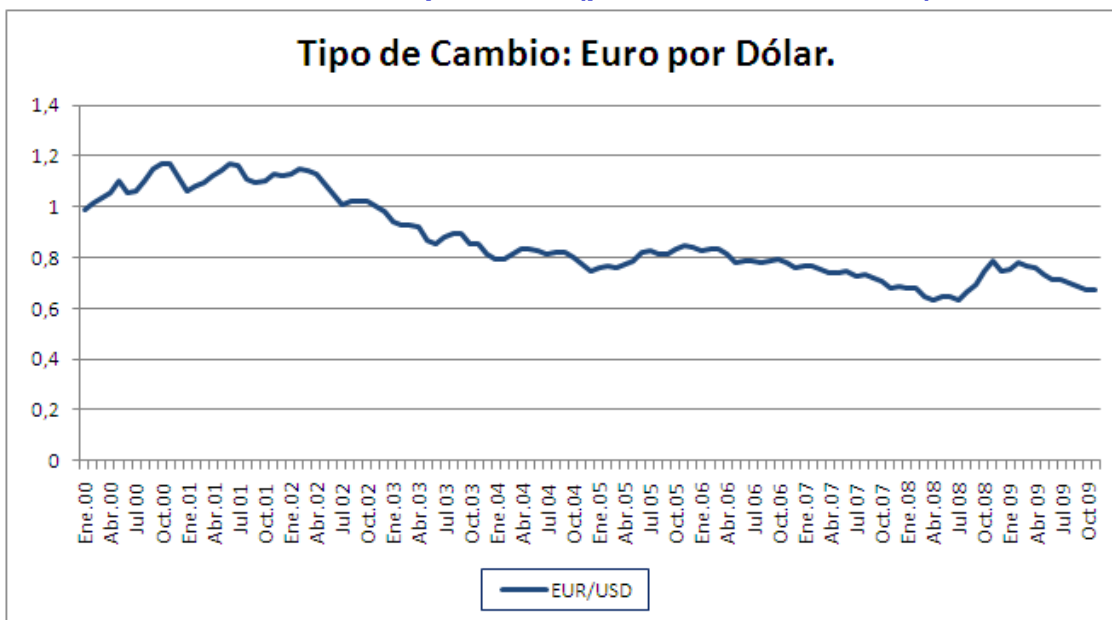
Fuente: FMI y The Economist.

**Gráfico Nº 6**  
**Balanza Comercial**



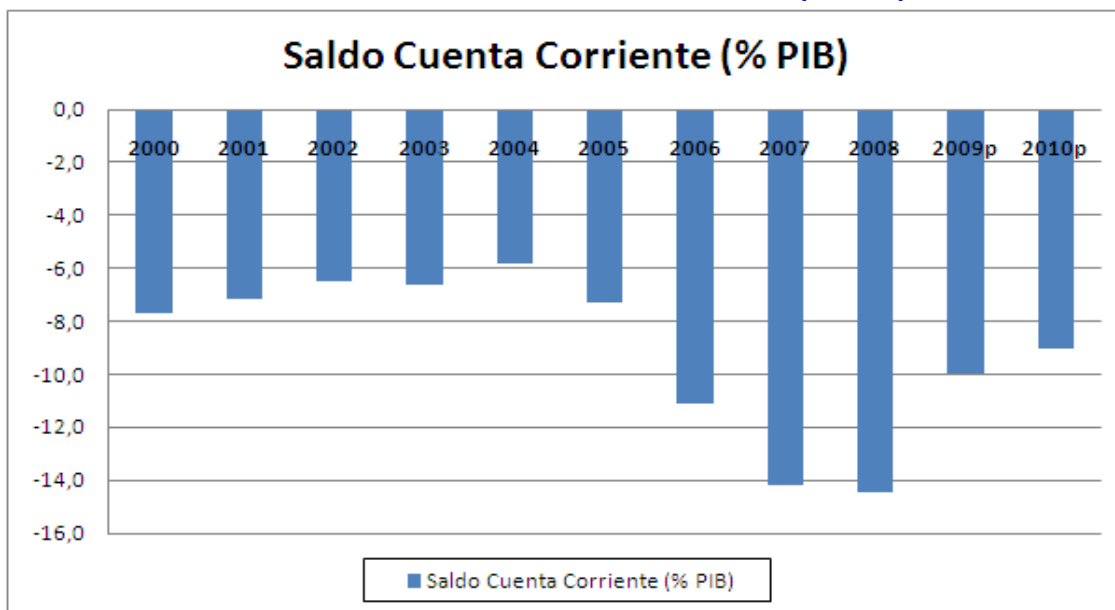
Fuente: Eurostat.

**Gráfico N° 7**  
**Tipo de Cambio**  
**Paridad Euro por Dólar (promedios mensuales)**



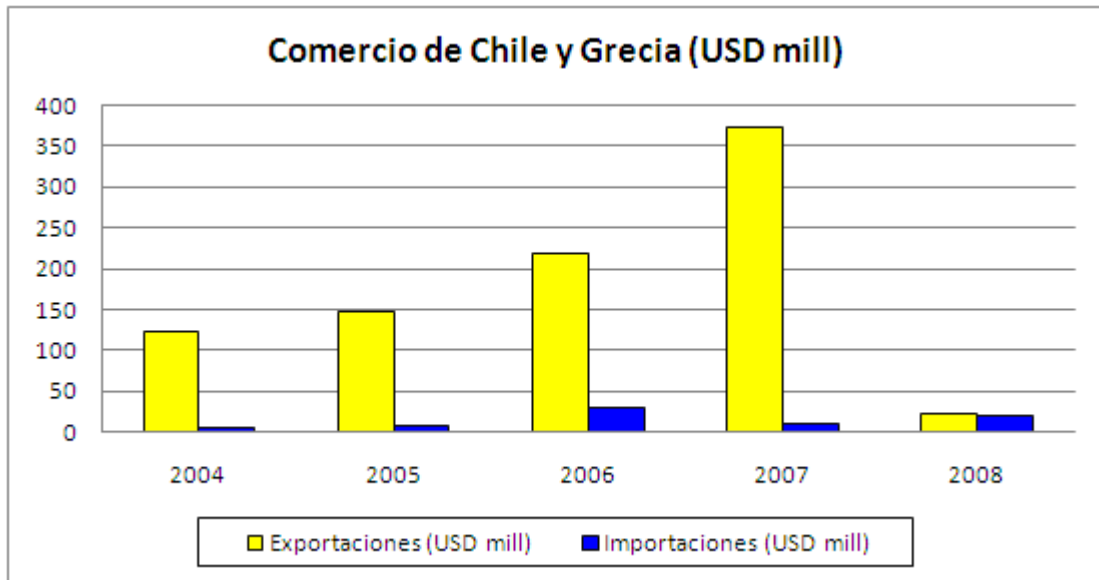
Fuente: Banco Central de Chile

**Gráfico N° 8**  
**Saldo de Cuenta Corriente en Grecia (% PIB)**



Fuente: FMI.

**Gráfico N° 9**  
**Comercio de Chile y Grecia (millones de USD)**



Fuente: Banco Central de Chile.