



Grecia: Rescate financiero por US\$ 146 billones no asegura el fin de la crisis

El pasado lunes 3 de mayo, Grecia anunció que finalmente recibirá el apoyo financiero que necesitaba a través de recursos tanto del Fondo Monetario Internacional como de la Unión Europea. Si bien el monto involucrado en la operación es más del doble de lo que se había estado esperando, éste sólo permite darle más tiempo al gobierno para que se implementen las reformas a nivel local que permitan solucionar los desequilibrios estructurales de la economía griega.

Los problemas de Grecia tienen un origen principalmente doméstico, y fueron exacerbados como consecuencia de la crisis financiera internacional. Por este motivo, este caso debe ser analizado considerando las particularidades que tiene en comparación a otras economías de la Zona Euro, varias de las cuales presentan ciertas analogías derivadas de un desequilibrio fiscal recurrente y un exceso de gasto y una pérdida de competitividad internacional substancial. En otras palabras, en períodos prolongados, se ha hecho caso omiso de las normas fiscales del Acuerdo de Maastricht, no sólo por las economías marginales, sino también, por las economías centrales de la Unión Europea.

Una crisis con orígenes propios

Si bien los problemas de Grecia han alcanzado mayor notoriedad en las últimas semanas, la crisis económica que arrastra el país tiene antecedentes de larga data. Ya a fines de 2008, Grecia vivió un episodio de fuerte

Si bien el monto involucrado en la operación es más del doble de lo que se había estado esperando, éste sólo permite darle más tiempo al gobierno para que se implementen las reformas a nivel local que permitan solucionar los desequilibrios estructurales de la economía griega.

crisis política y social a raíz de una serie de protestas y paros masivos que buscaban impedir la aplicación de medidas de austeridad fiscal por parte del entonces gobierno conservador. Si bien muchos de los problemas de la economía griega son de origen local, la crisis financiera internacional amplificó el efecto de los desequilibrios domésticos, en particular a través de la restricción de los mecanismos de crédito, claves para un país que ya a inicios de 2009 mantenía una deuda pública en torno al 110% del PIB.

La menor actividad económica repercutió con fuerza en el nivel de empleo, aumentando así el descontento social. En octubre de 2009, las elecciones legislativas llevaron a un cambio de gobierno, asumiendo una coalición de izquierda liderada por George Papandreou. La nueva administración inició a partir de su llegada al poder, una revisión de la situación financiera del país, lo que llevó a anunciar que la condición en que se encontraban de las finanzas públicas era más crítica de lo que hasta ese momento se pensaba.

Las autoridades griegas habían mantenido una proyección del déficit fiscal para el 2009 en torno al 3,7% del PIB, la que a su vez había sido validada por las autoridades de la Zona Euro. Sin embargo, en octubre se determinó que dicha cifra estaba fuertemente subdimensionada, siendo en realidad el déficit esperado superior al 12,5% del PIB. Este brusco cambio en el escenario económico griego generó una fuerte pérdida de credibilidad, aumentando los temores que ya existían respecto a una posible proximidad al default. A partir de ese momento la crisis tomó un rumbo más severo, haciendo necesario un mayor involucramiento de las autoridades de la Zona Euro y de las principales economías europeas en la búsqueda de posibles soluciones al problema griego.

A partir del 10 de diciembre de 2009, se sucedieron en un plazo de sólo 10 días bajas consecutivas en la clasificación de riesgo de la deuda soberana griega, por parte de las agencias Fitch, S&P y Moody's. Las dos primeras bajaron su clasificación de A- a BBB+, mientras que la última lo hizo de A1 a A2. A estas alturas la situación económica griega ya asomaba como la principal preocupación de la Zona Euro, justo en el momento en que economías como las de Alemania y Francia comenzaban a percibir los primeros efectos de la recuperación de la crisis financiera internacional. Como era de esperar, la baja en la clasificación de riesgo disparó los spread de la deuda soberana griega, haciendo aún más sombrío el panorama para el país.

El cierre de las fuentes de crédito implicaba que no se podría acceder a los recursos necesarios para pagar los más de € 40 billones de vencimiento de deuda que enfrentaría el país durante el 2010. Es ante este panorama cuando las autoridades de la Zona Euro reaccionan con mayor claridad, con Alemania y Francia tomando la iniciativa en la búsqueda de soluciones. Esto tampoco es casualidad: más del 50% de la deuda externa de Grecia está representada por créditos con bancos alemanes y franceses, por lo que una caída en default de Grecia tendría importantes consecuencias en los sistemas financieros de ambos países.

La tardía aceptación de la ayuda internacional

El primer anuncio oficial de que las autoridades europeas estaban preparando un plan para ir en ayuda de Grecia vino recién el 11 de febrero pasado, cuando tras una cita entre la Canciller Merkel, el Presidente Sarkozy, el Premier Papandreou y las principales autoridades de la UE, se definió que era indispensable llegar a un acuerdo que permitiese ir en ayuda de Grecia. Los aspectos técnicos del plan de rescate fueron definidos en una reunión de los ministros de finanzas de la UE el 16 de marzo, sin ser dados a conocer de manera oficial a la opinión pública. A pesar de la grave situación de Grecia, el gobierno local se mantuvo firme en su posición de no aceptar el apoyo europeo por un período de casi 2 meses. Esto se explica por el temor del gobierno griego a asumir los costos políticos de recurrir a la ayuda internacional, situación que cuenta con escasa aprobación de parte de la opinión pública interna. Una reacción más rápida del gobierno griego, podría haber evitado nuevas bajas en la clasificación de deuda soberana.

Mientras se sucedían las negociaciones entre las autoridades europeas y el gobierno griego, este último logró emitir, con relativo éxito, dos series de bonos soberanos para pagar así parte de los casi € 20 billones de vencimiento de deuda pagaderos en el mes de abril. De esta forma, el 29 de marzo se emitió un bono a 6 años plazo con el que se recaudaron cerca de € 5 billones, mientras que el 13 de abril una nueva emisión generó ingresos fiscales por € 2,1 billones. Estas operaciones permitían alivianar la carga solo a muy corto plazo, por lo que lograron aminorar los temores de los mercados apenas por algunos días. Ya el 15 de abril, el Ministro de Finanzas griego pidió formalmente al Banco Central Europeo, al Fondo Monetario Internacional y a la Unión Europea negociar la implementación de un programa económico de largo plazo para superar la crisis.

Una nueva baja en la clasificación de riesgo de Grecia fue el factor que permitió que el gobierno local cediese finalmente a las presiones por acudir a los organismos internacionales en búsqueda de un necesario apoyo financiero. En efecto, entre el 9 y el 27 de abril pasados las agencias Fitch, Moody's y S&P rebajaron su clasificación de riesgo para la deuda soberana de Grecia, llevando el rating soberano a una posición apenas por sobre el "grado de inversión". Todas las agencias justificaron el cambio por la incertidumbre respecto al plan del gobierno griego para superar la crisis, parte de la cual estaba dada por la reticencia de este último a recurrir a la ayuda ofrecida por la comunidad internacional. Cuando el 23 de abril Grecia pide finalmente activar el mecanismo de ayuda, las opciones para el gobierno se habían agotado.

El apoyo financiero de la Unión Europea estaba disponible desde el 25 de marzo, cuando la Comisión Europea había aprobado en líneas generales el plan de ahorro y austeridad fiscal presentado por el gobierno griego. De esta forma, el pasado 3 de mayo pudieron salir a la luz pública los detalles del paquete de rescate, lo que ha sido seguido de una serie de análisis respecto a si los nuevos recursos de financiamiento, sumados al plan de ahorro del gobierno griego, serán suficientes para superar la crisis.

El paquete de rescate y los compromisos asumidos por Grecia

Las condiciones bajo las cuales se dará la ayuda internacional, serán especialmente duras para la economía griega. Sin embargo, asumir estos costos es la única alternativa viable ante la posibilidad de caer definitivamente en default. Dentro de la información que ha trascendido respecto al plan de ayuda financiera, está el que éste considera recursos por US\$ 146 billones, los que se entregarían por la vía de créditos a lo largo de los próximos 3 años. Cabe destacar que esta cifra contrasta fuertemente con los US\$ 60 billones que se había estimado serían direccionados en ayuda de Grecia. Los recursos del fondo provendrán tanto de la Unión Europea como del FMI. Los miembros de la UE aportarían US\$ 106 billones, mientras que el resto sería dispuesto por el Fondo Monetario.

Es importante considerar que los recursos que se transferirán a Grecia no permiten solucionar el problema de fondo. En la práctica, estos recursos son más bien una solución temporal que cooperará a que Grecia reestructure su deuda para contar así con el tiempo necesario para realizar los ajustes a nivel doméstico que la comunidad internacional le ha exigido. El problema económico de Grecia tiene tres aristas principales: el altísimo nivel de endeudamiento, el abultado déficit fiscal y la pérdida de competitividad que arrastra la economía hace ya varios años. De esta forma, el plan del gobierno para superar la crisis no debe poner su acento únicamente en la reducción de los desequilibrios fiscales, sino también en cómo generar mejores condiciones para competir en los mercados externos. Tanto la Unión Europea como el FMI han comprendido que ayudar a Grecia a superar el problema coyuntural del déficit fiscal no es suficiente, y que se requieren reformas estructurales profundas, que permitan superar los problemas estructurales que arrastra la economía.

Por de pronto, el programa de austeridad fiscal espera ahorrarle al Estado unos US\$ 40 billones en los próximos 3 años, para llevar así el déficit fiscal a cifras cercanas al 2% del PIB el 2012, dentro de los límites que deben cumplir los países miembros de la Zona Euro. Entre las medidas que ha anunciado el gobierno, se encuentran un alza del IVA de un 19% a un 23%, así como un alza de un 10% en los impuestos específicos al alcohol, tabaco y combustibles. También se crearán nuevos tributos para la propiedad de bienes raíces, los productos de lujo y los juegos de azar. El gobierno espera concretar además un impuesto especial a las grandes empresas. Según estimaciones del Institute of International Finance, estos ajustes permitirían recaudar € 6,4 billones extra durante el 2010. De todas formas, esta cifra podría quedar sobreestimada si, tal como se espera, las proyecciones de crecimiento para la economía griega se siguen deteriorando.

Por el lado del gasto, el gobierno ha propuesto reformas que, de materializarse, implicarían una reducción de carácter permanente en el gasto público. Una primera medida considera congelar por tres años los salarios de los funcionarios públicos, así como paralizar los procesos de contratación de más personal. El Estado griego es el principal empleador del país, absorbiendo casi el 40% de la mano de obra. Por este motivo, es esperable que medidas como el congelamiento de los salarios a los

funcionarios públicos tengan un efecto negativo en términos de mayor efervescencia social.

Una de las mayores cargas para las finanzas públicas de Grecia está representada por el sistema de pensiones del país. En Grecia opera un sistema de pensiones de reparto, el que ha sido imposible de reformar debido a las presiones de grupos como las uniones sindicales. De todas formas, el gobierno ha propuesto reducir las pensiones al grupo de mayores ingresos, aumentar la edad de jubilación e imponer mayores requisitos a quienes optan a una jubilación en términos de los años mínimos de cotización exigidos para cobrar una pensión completa.

El plan considera además una serie de medidas relacionadas con la estructura de la administración pública. Se espera que el Estado reduzca su participación en empresas públicas o mixtas, obteniendo así mayores ingresos por la venta de estos activos. También se reducirá el número de municipios y entidades locales de 1.300 a 340, con lo que se espera lograr una administración más eficiente de los recursos públicos. Por último, se liberalizarán profesiones que han estado bloqueadas por rígidas reglamentaciones gremiales, facilitándose además el despido con una indemnización menor a la que hasta ahora podrían optar los trabajadores. El grado de avance de las distintas reformas será controlado por las autoridades europeas a través de fiscalizaciones trimestrales.

Si bien el compromiso de Grecia con estas reformas ha sido un requisito básico para acceder a los recursos de los que dispondrá gracias al FMI y a la UE, existen motivos para mantener la cautela frente al éxito que pueda tener el gobierno en implementar estas medidas. Grecia mantiene serios problemas de gestión en su aparato público, caracterizado por altos niveles de corrupción y una fuerte captura de las agencias estatales por parte de diferentes grupos de interés. Por otro lado, la crisis griega se podría agravar en el caso de que la conflictividad social que se ha visto en las últimas semanas derive en un escenario de mayor inestabilidad para el gobierno. El éxito del paquete de ayuda a Grecia depende de que este país se mantenga substancialmente unido políticamente y como un interlocutor válido frente a la comunidad internacional y, en consecuencia, legitimado a nivel interno. En este sentido, el desafío que enfrenta el gobierno es significativo.

Es sabido que la sociedad civil griega es particularmente escéptica de la cooperación internacional. Debido en parte a una larga historia de intervenciones extranjeras en el país, son muchos los actores políticos y sociales que no están dispuestos a que organismos, como el FMI, ejerzan algún grado de influencia en la política económica local. Junto con vencer estas barreras, el gobierno deberá mantener el apoyo del parlamento, lo cual requerirá llegar a acuerdos con la heterogénea gama de actores políticos que lo componen. El sistema político griego se ha debatido en los últimos cien años entre una fuerza de centro izquierda y una de centro derecha, que han dominado el escenario político. Sin embargo, ambos grupos se han caracterizado por las relaciones de clientelismo que generan con los grupos de interés y por públicos escándalos de corrupción. Por otro lado, Grecia es el único país de Europa occidental en el que se mantiene vigente un Partido Comunista de carácter estalinista y con un apoyo considerable en términos de

votación popular (8% en las elecciones parlamentarias de octubre pasado). En definitiva, el gobierno deberá superar importantes obstáculos políticos en el camino de implementación de sus reformas, los que implican un serio y continuado riesgo para el éxito de las mismas.

Conclusiones y proyecciones

El paquete de ayuda por US\$ 146 billones aprobado en conjunto por el FMI y la Unión Europea para Grecia es un paso importante para sentar las bases de un proceso de estabilización de la economía griega. De todas formas, hay que entender este aporte como un instrumento de corto plazo, cuyo valor no está en solucionar el problema de fondo, sino básicamente en dar un mayor margen de tiempo para que el gobierno griego pueda implementar reformas estructurales a las instituciones locales que permitan retomar los equilibrios macroeconómicos, en un horizonte de 3 o 4 o más años plazo.

De todas formas, no hay certezas de que el plan de austeridad fiscal vaya a tener éxito. La fragilidad de las instituciones griegas puede hacer que la implementación de las medidas propuestas sea particularmente difícil. Un ejemplo de esto son las cuantiosas alzas de impuestos: Grecia carece de un sistema judicial y de un aparato fiscalizador suficiente como para asegurar que la recaudación fiscal aumente como se espera. Es posible esperar que los potenciales ingresos por nuevos impuestos se vean afectados por los altos niveles de evasión tributaria y corrupción.

Por otra parte, en ningún caso la ayuda internacional o las reformas internas evitarán que el nivel de endeudamiento del país siga aumentando. Se espera que para 2014 la deuda pública griega se ubique en torno al 150% del PIB, debido a la necesidad de cubrir el déficit fiscal que se mantendrá al menos hasta ese año y a la reestructuración de la deuda ya contraída. Con todo, los US\$ 60 billones de financiamiento internacional de los que se había hablado en un comienzo habrían sido totalmente insuficientes para el tamaño del desafío. Esos recursos apenas habrían alcanzado para refinanciar la deuda de 2010, y ya para el 2011 se habrían requerido nuevos y mayores recursos.

A largo plazo, la única salida para Grecia está en retornar a una senda de crecimiento económico que permita generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones crediticias del país. A corto plazo, los necesarios ajustes tendrán un efecto negativo en términos de crecimiento, esperándose que el 2010 el PIB se contraiga en torno al 4%. Uno de los factores más críticos será la necesaria reducción en los salarios. Estos han crecido en Grecia a una tasa desproporcionada respecto al crecimiento de la economía y de la productividad. Esta burbuja deberá ser reventada si el país pretende recuperar la competitividad en costos de su economía.

Esta crisis está dejando además de manifiesto un problema estructural de creciente falta de competitividad que tiene la Zona Euro. Muchas economías del sur y del este de Europa, como Grecia, presentan un importante déficit en la balanza comercial


con Alemania, la principal economía del grupo. Este déficit alcanzó el año pasado los € 4,8 billones. Alemania impulsó durante los años 90 una política centrada en disminuir sus costos laborales, con aumentos salariales muy por debajo del promedio europeo. Esto tuvo un doble efecto en la balanza comercial: por un lado, las exportaciones alemanas se volvieron más competitivas en términos relativos, mientras que los menores aumentos relativos de los salarios hicieron que las importaciones desde otros países disminuyeran. Antes de la entrada en vigencia del euro, países como España o Francia solían suplir las brechas de competitividad en costos con Alemania a través de la política cambiaria, herramienta que ya no está disponible bajo el esquema de una moneda única. Al aumentar la brecha de competitividad entre las economías europeas, el euro ha tenido un rol importante en el aumento del endeudamiento de países como Grecia. Esta característica estructural que ha manifestado la Zona Euro durante la crisis, deberá ser analizada a futuro debido a las implicancias que puede tener para la estabilidad financiera de la unión monetaria.

Los mercados y gobiernos deberán estar atentos a los posibles contagios que se puedan producir a nivel europeo a partir de lo que sucede en Grecia. De producirse un contagio, éste podría darse a través de dos vías principales. La primera se relaciona con el mercado de deuda soberana. Si Grecia cayera en default, los spread de deuda de países como España y Portugal aumentarían considerablemente a la par con la aversión al riesgo de los inversionistas. Esto tendría como consecuencia que dichos países deberían pagar retornos más altos por los instrumentos de deuda emitidos, contando además con canales de financiamiento más restringidos. Una segunda vía de contagio se puede dar a través de los sistemas financieros en los cuales los bancos son acreedores importantes del gobierno griego, como sucede con los bancos franceses y alemanes. No hay datos públicos sobre el grado de exposición de la banca europea al gobierno de Grecia, pero se estima que unos € 76 billones de la deuda pública griega podrían estar en manos de la banca privada de la Zona Euro. Ambas vías potenciales de contagio dependen de la credibilidad que tengan a nivel internacional las políticas que siga el gobierno de Grecia. Dada la compleja situación política y social a nivel doméstico, no es posible asegurar que el mero apoyo financiero del FMI y la Unión Europea podrán evitar una crisis de escala mayor.

Finalmente, la Zona Euro deberá entrar en un debate respecto a la conveniencia de pasar de una mera unión monetaria a una unión de carácter fiscal. Si las economías de la región no están dispuestas a tolerar que uno de sus miembros caiga en situación de default, la única alternativa generar mecanismos más eficientes de control de la política fiscal a nivel regional. Esta última presenta divergencias dramáticas entre los miembros de la Zona Euro, por lo que una solución a largo plazo de problemas como los de Grecia implica repensar de forma profunda la actual unión monetaria.

Cuadro Nº 1

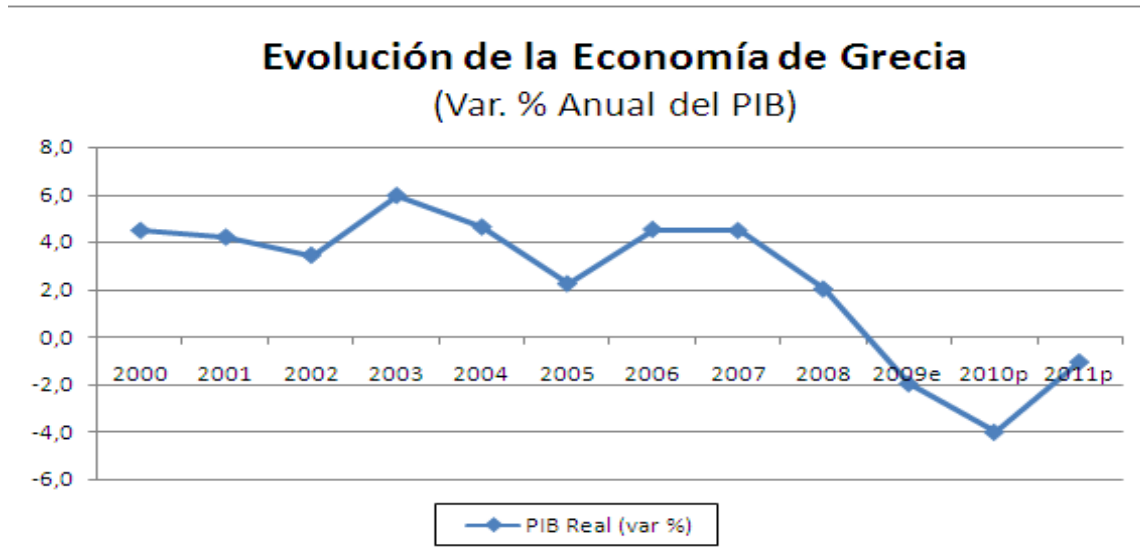
Índices Económicos de Grecia

 Grecia	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p
PIB Real (var %)	4,6	2,2	4,5	4,5	2,0	-1,9	-4,0
Demanda Interna (var %)	6,1	5,3	8,7	7,4	4,1	-1,0	0,0
Consumo Privado (var %)	6,6	8,1	8,8	6,4	6,5	-0,5	0,1
Inversión (var %)	2,7	-2,6	12,8	6,8	-4,2	-13,8	-2,2
Balanza comercial (EUR Bill.)	-30,1	-29,9	-34,1	-38,4	-43,5	-28,5	n/a
Exportaciones (EUR Bill.)	12,3	13,9	16,5	17,2	17,4	14,4	n/a
Importaciones (EUR Bill.)	42,4	43,8	50,7	55,6	61,0	42,9	n/a
Cuenta Corriente (% del PIB)	-5,8	-7,5	-11,2	-14,4	-14,6	-11,2	-9,7
Inflación (%dic/dic)	3,1	3,5	3,2	3,9	3,1	2,0	0,9
Balance Fiscal (% del PIB)	-8,0	-5,2	-3,9	-5,1	-11,9	-13,1	-8,9

Fuente: JP Morgan, FMI.

Gráfico Nº 1

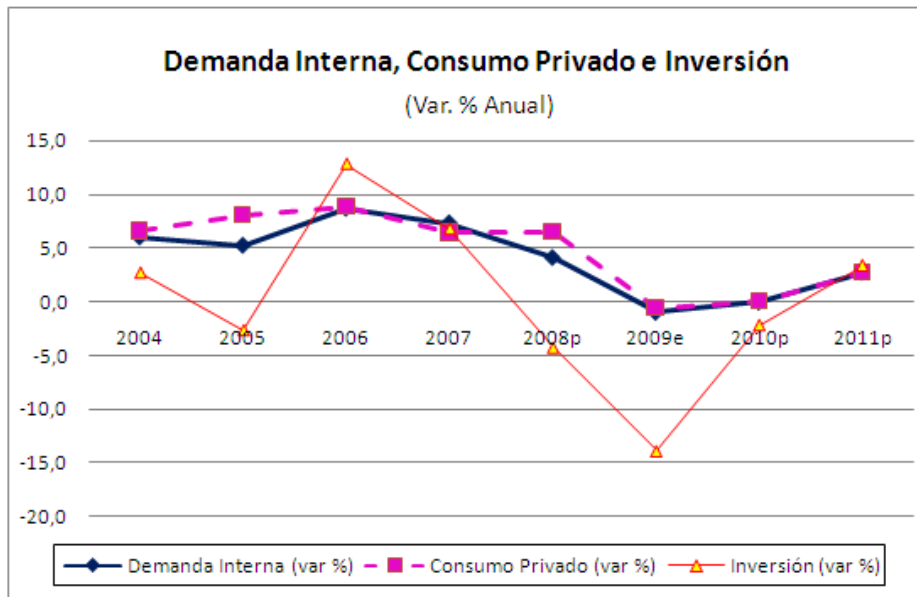
Crecimiento del PIB (var %)



Fuente: JP Morgan, FMI.

Gráfico Nº 2

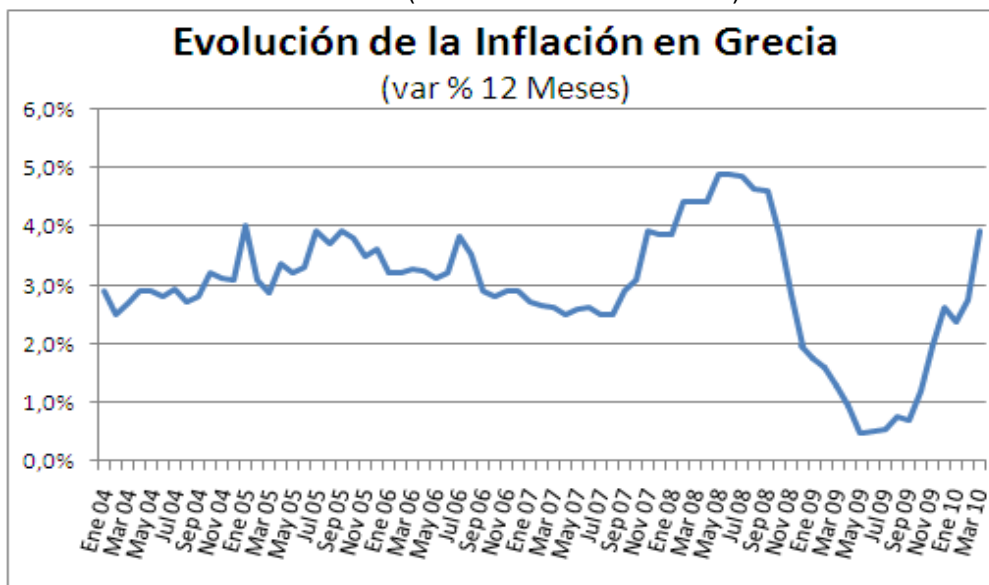
Evolución de la Demanda Interna, el Consumo y la Inversión.



Fuente: Eurostat.

Gráfico Nº 3

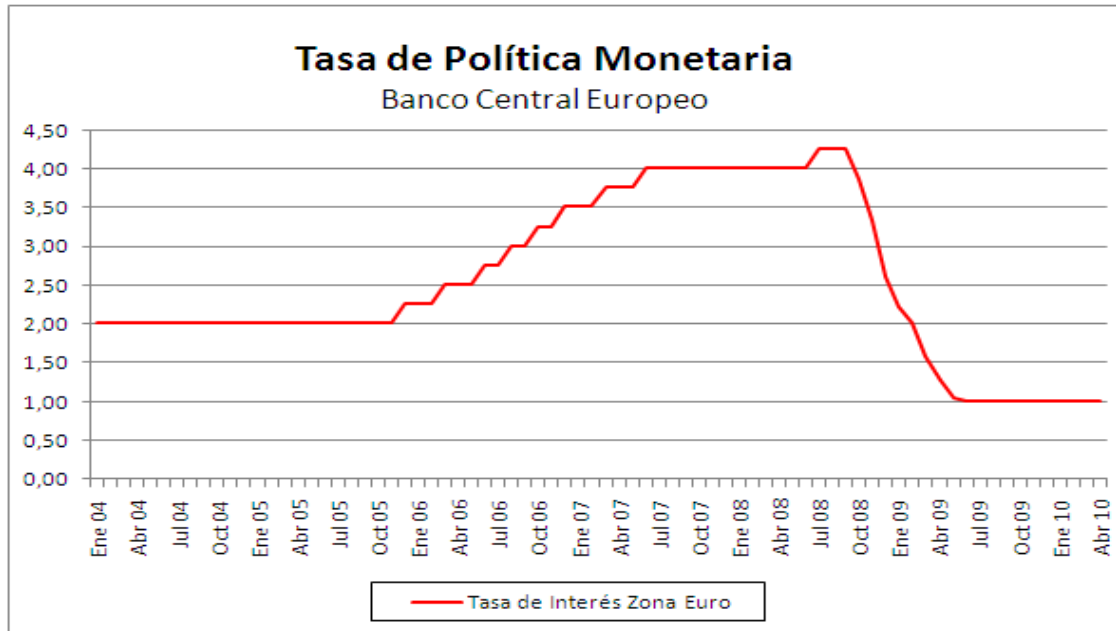
Inflación (variación % en 12 meses)



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	Jun 10	Sep 10	Dic 10	Mar 11
1,00	1,00	1,00	1,00	1,25

Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 3

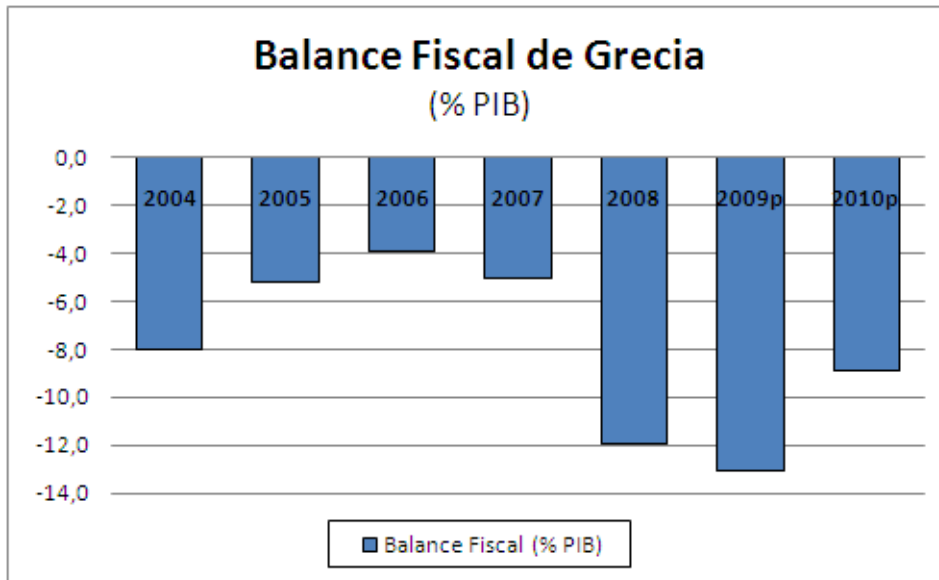
Clasificaciones de Riesgo

	Moody's	S&P	Fitch
Grecia	A3	BB+	BBB-

Fuente: JP Morgan

Gráfico Nº 5

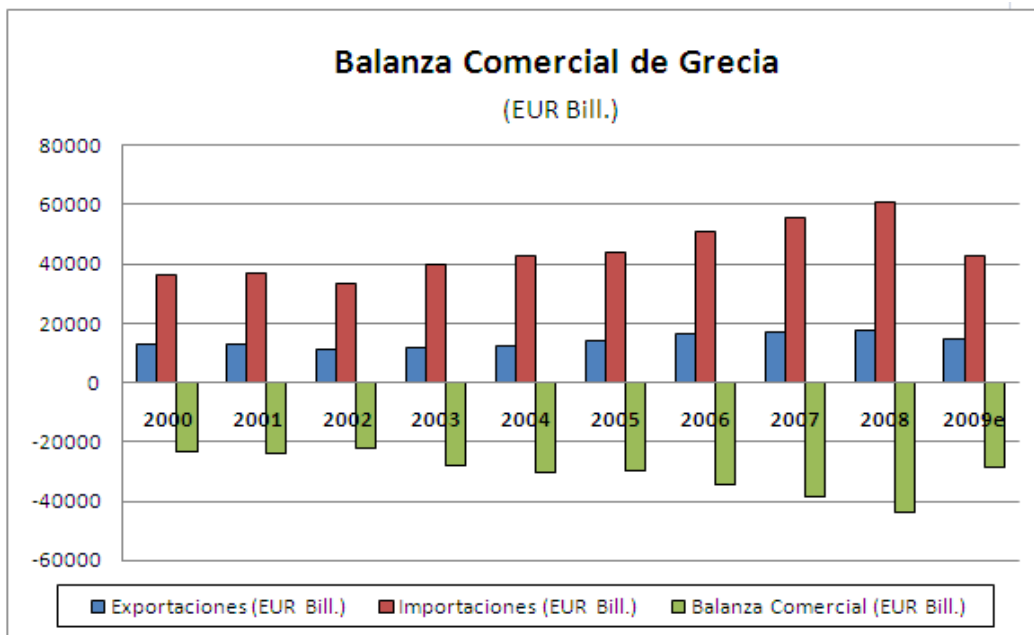
Balance Fiscal (% del PIB)



Fuente: FMI

Gráfico Nº 6

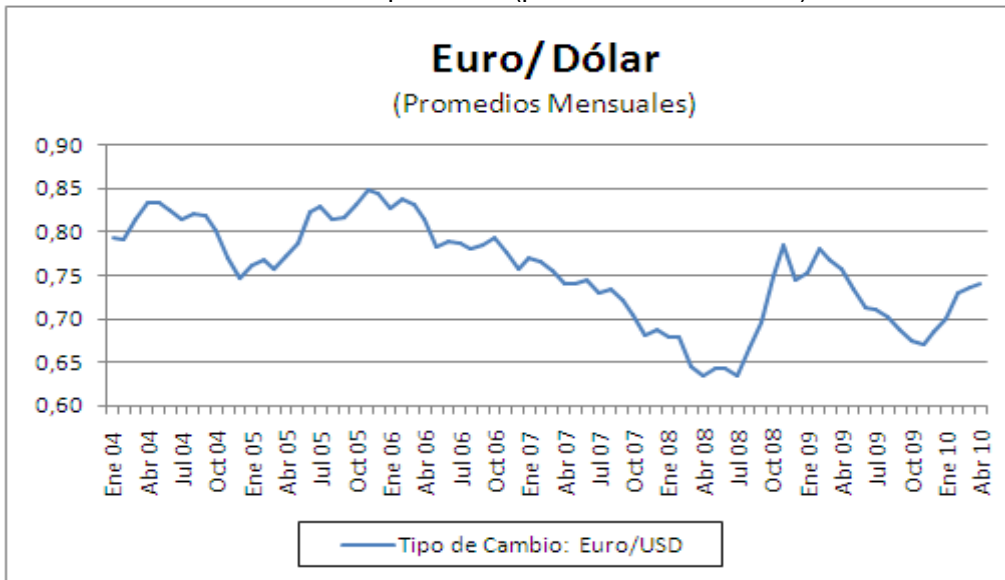
Balanza Comercial



Fuente: Eurostat.

Gráfico N° 7

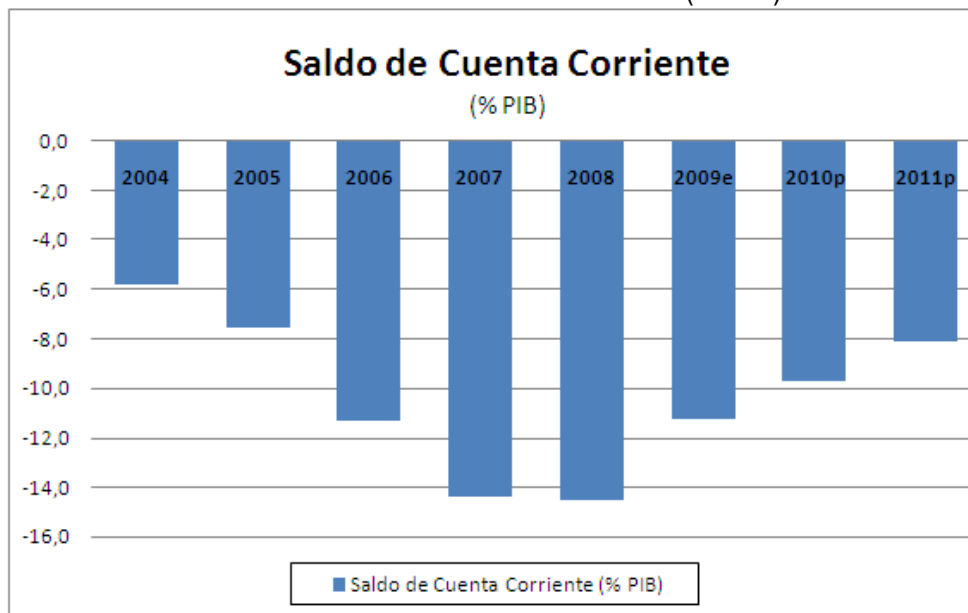
**Tipo de Cambio
Paridad Euro por Dólar (promedios mensuales)**



Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico N° 8

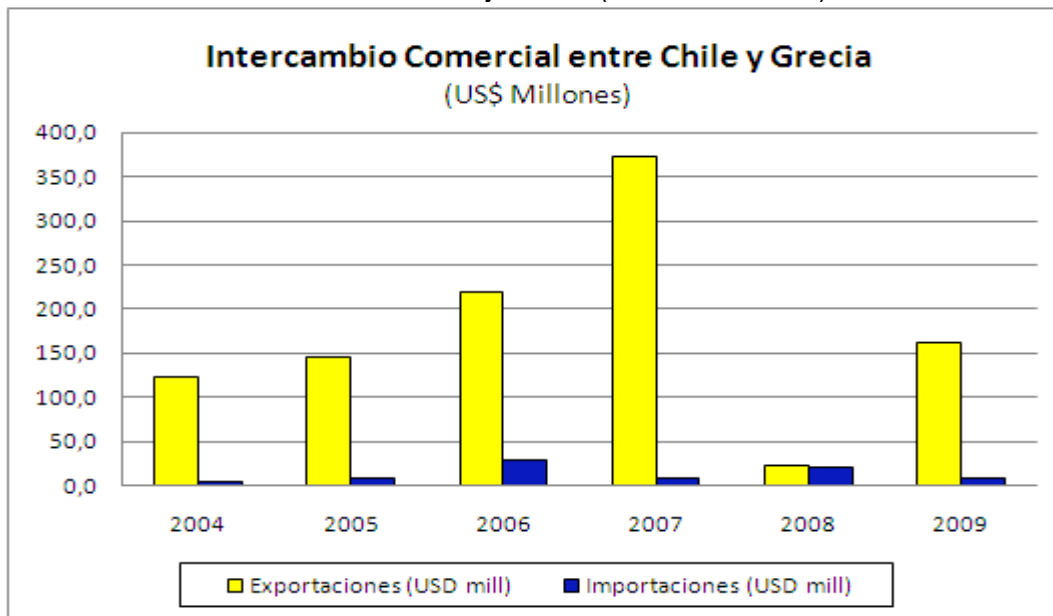
Saldo de Cuenta Corriente en Grecia (% PIB)



Fuente: FMI

Gráfico Nº 9

Comercio de Chile y Grecia (millones de USD)



Fuente: Banco Central de Chile.