



Grecia: Reestructuración de deuda “soft” rechazada por el Banco Central Europeo

Después de la reunión en Bruselas de los ministros de finanzas de la Zona Euro, los altos funcionarios del Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional (FMI), dieron un fuerte mensaje a Grecia, que tuvo que anunciar más reformas y un adelantamiento de su plan de privatización, antes de analizar la posibilidad de un nuevo programa de rescate o una reprogramación de su deuda pública.

Grecia tiene una altísima deuda de casi 150% del PIB y se estima que debería aumentar al tener que recurrir al mercado en 27 mil millones de euros el año 2012, de acuerdo con el plan de rescate existente, lo cual ya es insostenible en ese país, considerando los altísimos spreads registrados.

Situación fiscal de Grecia

El plan original del rescate financiero de mayo 2010 se concibió con la idea de que Grecia se enfrentaba a un problema de financiación aguda, pero temporal, lo cual ha fracasado notoriamente. Un problema de liquidez que podría abordarse mediante el uso de los préstamos oficiales de la Zona Euro y el FMI de 110 millones de euros para sustituir por un tiempo, a la financiación de los mercados, que exigían tasas mayores. El país en tanto tenía que tomar medidas drásticas para reducir su déficit fiscal o sea generar un alto superávit fiscal primario.

Este plan está lejos de la realidad debido a los pobres resultados. Los inversionistas se han vuelto más reacios a proporcionar financiamiento a largo plazo, los rendimientos de bonos a 10 años superan el 15%, en comparación con un peak de un 12% hace un año. El punto de partida en el 2009, tanto para la deuda y el déficit

El diagnóstico inicial de Grecia estaba equivocado. Su complicación económica era demasiado profunda como para ser ordenada por un préstamo en un periodo breve de tiempo y con las tasas de interés fijadas.

resultó peor de lo que se esperaba, los ingresos fiscales han resultado decepcionantes porque las medidas de austeridad han socavado el crecimiento y la productividad y competitividad de la economía griega es muy baja.

El déficit fiscal griego se situará en 9,5% del PIB este año y en un 9,3% para el 2012, frente al 7,6% y 6,5% exigido en el plan de ajuste en el 2010. La deuda griega se disparará hasta el 166% del PIB en el 2012.

Además la agencia clasificadora Standard & Poor's rebajó la calificación crediticia de Grecia aún más en el territorio chatarra, a sólo un punto por encima de Pakistán, haciendo que los bancos y los inversionistas se refugiaran en los bonos alemanes. Otra agencia clasificadora, Moody's, ha amenazado con rebajar a Grecia debido a las mayores inquietudes que se generan, y a la posibilidad del intento de imponer pérdidas a los tenedores de bonos.

Reformas y políticas fiscales por hacer en Grecia

El Primer Ministro luxemburgués y presidente del Eurogrupo, Jean Claude Juncker, ha admitido que habrá una "reestructuración suave" de la deuda de Grecia (con extensión de plazos) si el gobierno de Atenas se compromete a tomar nuevas medidas de ajuste, profundizar las reformas estructurales y acelerar su plan de privatizaciones. Además, según el ministro Juncker, Grecia debe privatizar rápidamente activos por 50.000 millones de euros para que su deuda pública a mediano y largo plazo sea sostenible.

La reestructuración contemplaría pedir a los bancos europeos que extiendan los plazos de vencimiento de la deuda griega para dar a Atenas más tiempo para pagar e insistir en que los bancos compren más bonos. Además, los países de la Zona Euro pedirán a Grecia que avale con bienes públicos los créditos del segundo plan de rescate, que la Unión Europea prepara para Grecia, y que podría ascender a 60.000 millones de euros, que se sumarían a los 110.000 del actual programa de asistencia financiera.

Pero algunos países tienen dudas. No sólo Alemania ha estado presionando a Grecia a "cambiar el perfil" de su deuda, una forma suave de reestructuración que dejaría los pagos principales y cupones intactos, pero extendiendo los vencimientos de los bonos. Eso no va lo suficientemente lejos en la lucha contra la deuda de Grecia, pero aliviaría a otros Estados de la Zona Euro de la necesidad de enviar fondos extras a Grecia en el 2012, y también intentaría "proteger" a los bancos que mantienen deuda griega en sus libros. Pero el Banco Central Europeo se opone firmemente a cualquier forma de reestructuración, a través de su propio presidente Jean Claude Trichet, diciendo que la entidad del BCE no aceptaría los bonos como garantía en sus operaciones de refinanciación a los bancos europeos.

George Papaconstantinou, ministro de finanzas de Grecia, insiste que los ministros de la Zona Euro no han sido tan duros en sus posturas como se ha dicho, pero en la reunión con ellos hubo un reconocimiento a la reducción sin precedentes del déficit

presupuestario de Grecia en un 7% del PIB en el 2010, desde un 17,5% en el 2009. Al mismo tiempo, Papaconstantinou reconoció que se necesita hacer más, por esto se prevé un anuncio de medidas adicionales de ajuste que le permita a Grecia respetar los límites de déficit para el 2011, entre las que se ha destacado la aceleración del plan de privatizaciones.

Los ministros de finanzas, para tomar una decisión al respecto, están esperando el dictamen técnico del Fondo Monetario Internacional, que se ha estado trabajando en Atenas desde hace algún tiempo. Si las deficiencias de Grecia se consideran que se deben a un fracaso del gobierno en cumplir con su austeridad impuesta internacionalmente y al programa de reforma, se enfrentará a las demandas de condicionalidad aún más difíciles. Pero si el problema se atribuye a una recesión inesperadamente profunda, agravada por la austeridad, entonces habrá espacio para Grecia a ser tratado con más indulgencia y, tal vez, para obtener préstamos adicionales o condiciones más favorables.

Proyecciones y Conclusiones

Los países de la Zona Euro adoptarán nuevas decisiones sobre Grecia en su próxima reunión el 20 de junio en Luxemburgo, una vez que se conozcan los resultados de la misión de la Comisión, el Banco Central Europeo y del Fondo Monetario Internacional, que se encuentran en Atenas para evaluar el grado de cumplimiento del plan de ajuste y las necesidades de financiación griegas.


El diagnóstico inicial de Grecia estaba equivocado. Su complicación económica era demasiado profunda como para ser ordenada por un préstamo en un periodo breve de tiempo y con las tasas de interés fijadas (5,5%). El mismo error también puede haberse cometido con Irlanda y Portugal, ya que un bálsamo de apoyo a la liquidez temporal no ayuda necesariamente a los países con profundas debilidades fiscales.

Los analistas del mercado están convencidos que Grecia tendrá que reducir sustancialmente su deuda por una mezcla de reprogramación de vencimientos, tasas de interés y convencer a los inversionistas privados a tomar las pérdidas voluntarias para evitar una alteración del orden por defecto.

Un aspecto muy importante y urgente, serán las medidas precautorias de capitalización de los bancos europeos más involucrados en Grecia para afrontar las pérdidas de reestructuración o de un desenlace no previsto. El recuerdo del episodio lamentable de Lehman Brothers del 2007 vuelve al recuerdo de algunos analistas al ver la situación financiera griega, pero en este caso las interconexiones financieras son menores y hay más control de la situación.

Cuadro Nº 1

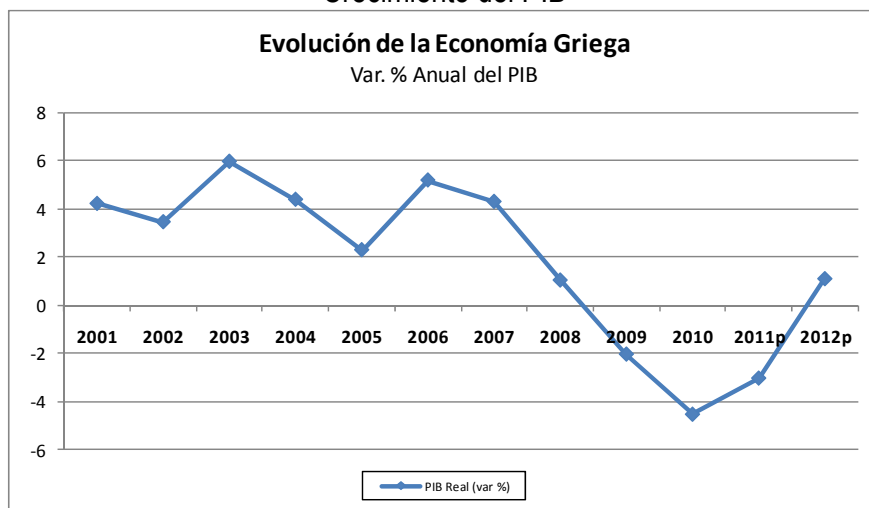
Indicadores Económicos de Grecia

 Grecia	2005	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p
PIB Real (var %)	2,3	5,2	4,3	1,0	-2,0	-4,5	-3,0
Demanda Interna (var %)	4,2	10,0	8,8	5,2	-2,7	-4,1	-6,4
Consumo Privado (var %)	8,0	8,8	6,2	7,3	-1,1	0,1	-4,0
Inversión (var %)	-4,7	13,6	7,6	-4,7	-11,3	-15,7	-16,3
Balanza comercial (Euro\$ Bill.)	-17,6	-22,3	-27,1	-30,4	-25,2	-19,5	-10,8
Exportaciones (Euro\$ Bill.)	43,7	47,5	51,4	55,5	44,3	48,2	53,5
Importaciones (Euro\$ Bill.)	61,3	69,8	78,6	86,0	69,5	67,7	64,3
Cuenta Corriente (% del PIB)	-7,4	-11,2	-14,4	-14,7	-11,0	-10,4	-8,2
Inflación (%dic/dic)	3,5	3,2	3,9	2,2	2,0	5,1	1,4
Balance Fiscal (% del PIB)	-6,4	-8,3	-10,2	-13,3	-17,5	-9,5	-6,0
Deuda Pública Bruta (% del PIB)	100,3	106,1	105,1	110,3	126,8	142,0	152,3

Fuente: FMI y Eurostat

Gráfico Nº 1

Crecimiento del PIB



Fuente: FMI

Gráfico N° 2

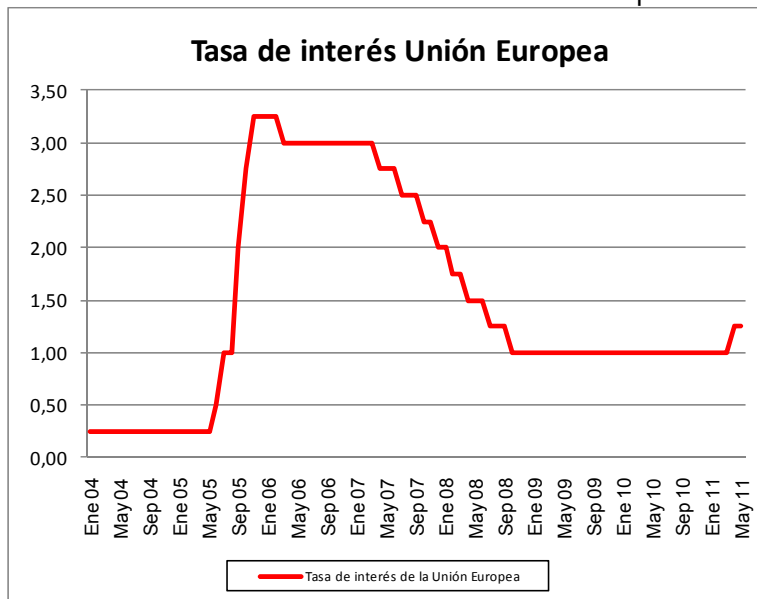
Inflación en Grecia



Fuente: Eurostat

Gráfico N° 3

Tasa de Política Monetaria en la Unión Europea



Fuente: Banco Central Europeo

Gráfico N° 4

CDS a 5 años de Grecia



Fuente: Bloomberg

Cuadro N° 2

Proyecciones de la Tasa de Interés de Política Monetaria de la Unión Europea

Actual	Jun 11	Sep 11	Dic 11	Mar 12	Jun 12
1,25	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25

*Refi Rate

Fuente: JP Morgan.

Cuadro N° 3

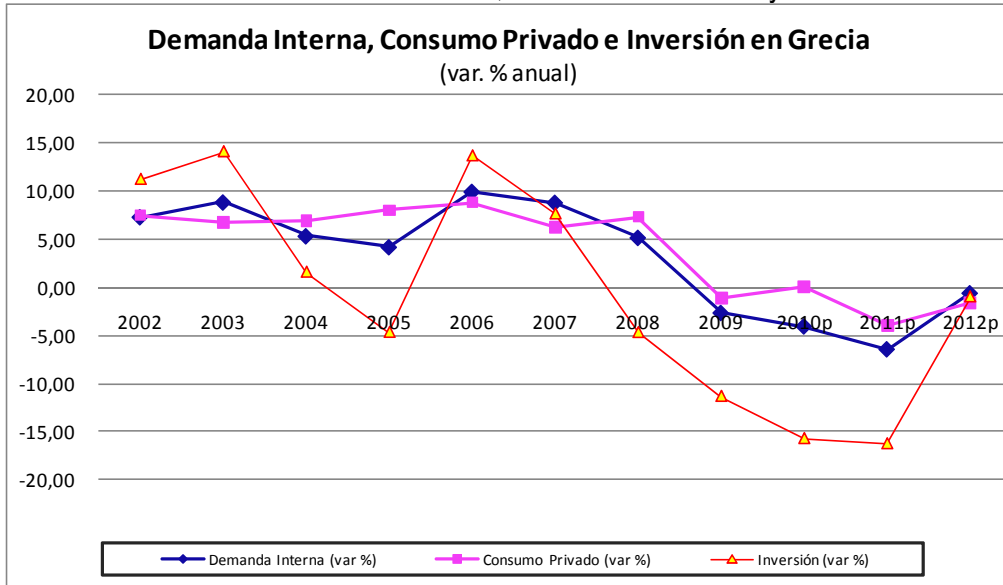
Clasificaciones de Riesgo Soberano

Moody's	S&P	Fitch
B1	B	BB+

Fuente: Moody's, Standard & Poors y Fitch.

Gráfico N° 5

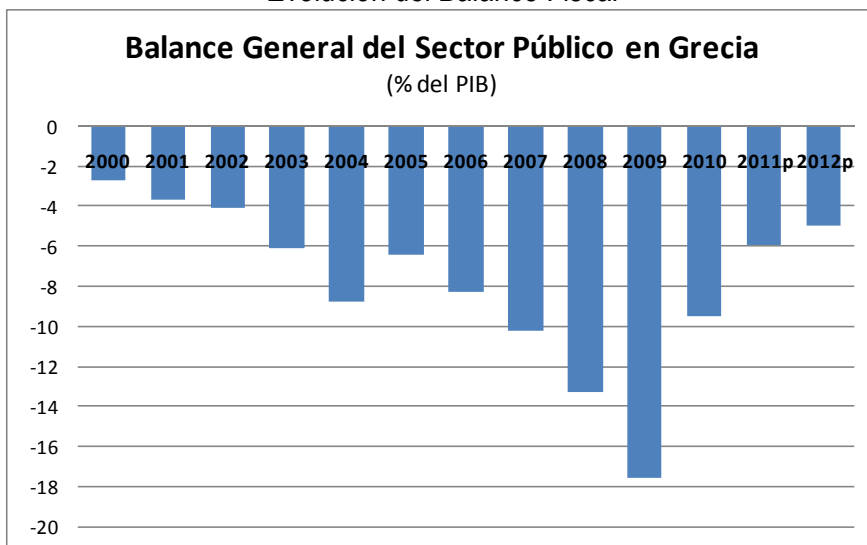
Evolución de la Demanda Interna, el Consumo Privado y la Inversión



Fuente: Eurostat

Gráfico N° 6

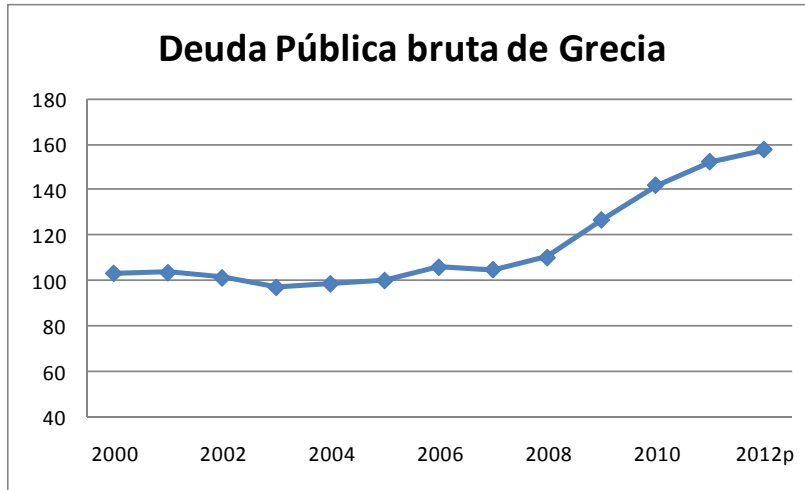
Evolución del Balance Fiscal



Fuente: FMI

Gráfico Nº 7

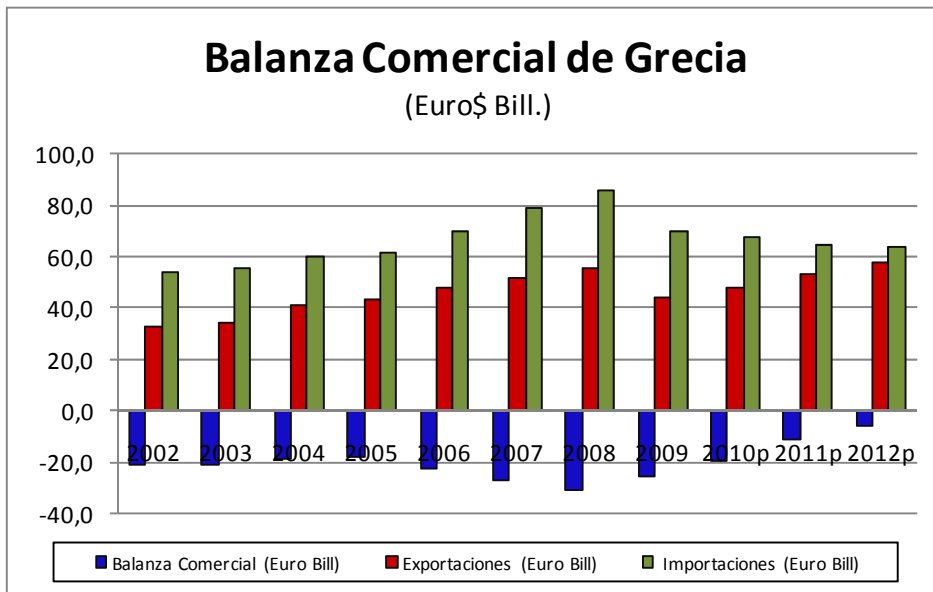
Deuda Soberana de Grecia



Fuente: FMI

Gráfico Nº 8

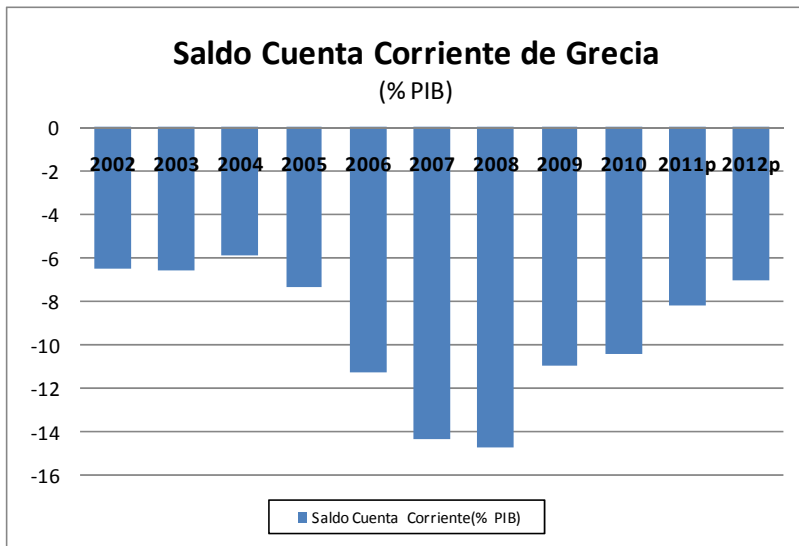
Balanza Comercial de Grecia



Fuente: Eurostat

Gráfico N° 9

Evolución del Saldo de Cuenta Corriente en Grecia



Fuente: FMI

Gráfico N° 10

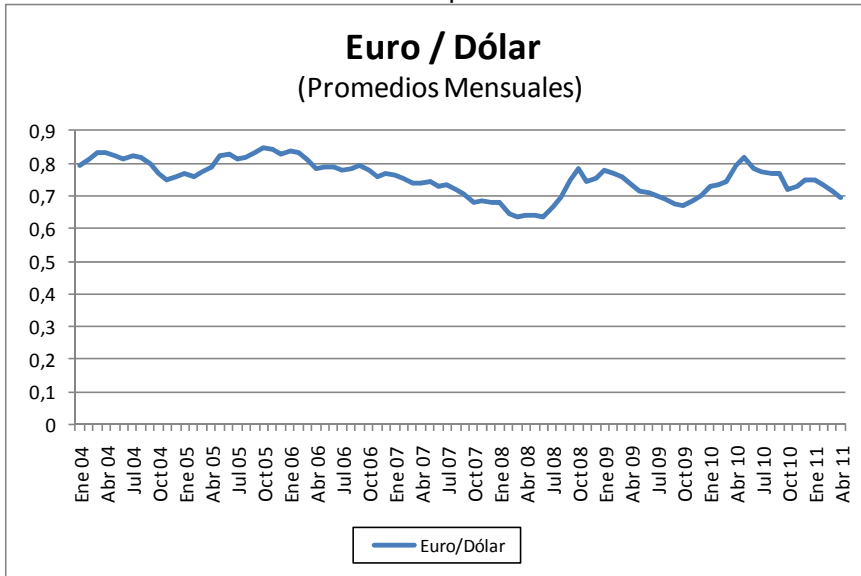
Comercio entre Chile y Grecia



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico N° 11

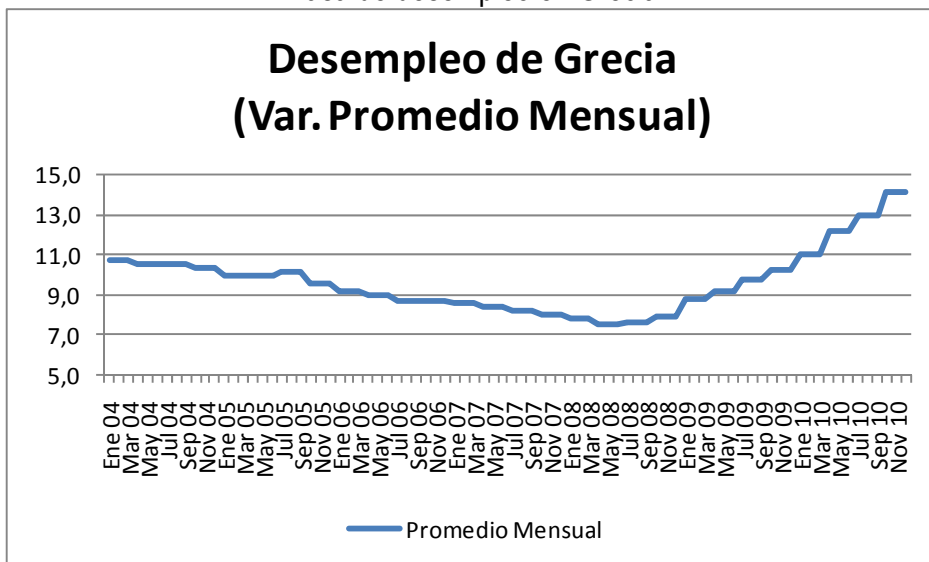
Evolución del Tipo de Cambio



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico N° 12

Tasa de desempleo en Grecia



Fuente: Eurostat