



Segundo Rescate de Grecia: Sólo una Pausa antes del Default

Los líderes europeos, después de varias reuniones, han acordado un nuevo rescate de €109 mil millones para Grecia. A éste han sido “invitados” por primera vez los tenedores de bonos privados a intercambiar o renovar sus bonos, para llegar a un objetivo de € 37 mil millones, lo cual implica una baja de interés (de 5,2% a 3,5%) y una prolongación de plazos (de 10 hasta 30 años), o sea, lo que algunas agencias de clasificación de riesgo han llamado “default selectivo”.

La decisión de este nuevo rescate se vislumbra unas semanas después de que la Zona Euro desbloqueara una ayuda de emergencia de 12.000 millones de euros para salvar a Grecia de la quiebra. A cambio, el parlamento griego se vio obligado a aprobar un plan de recortes de 28.000 millones. Este complejo ejercicio político-financiero evita el default y el contagio inmediato, por ahora.

Situación fiscal y económica de Grecia

La situación económica de Grecia es deplorable. Según las previsiones, la proyección de contracción de la economía griega es de un 3,9% (más de lo previsto anteriormente de 3%). Se espera que el país logre salir de la recesión el año próximo, cuando crezca un 0,6%. Por su parte, el desempleo escalará hasta el 15,8% este año, frente al 12,5% del año pasado, y continuará aumentando el próximo año, cuando llegue a su punto máximo en 16,2%, para moderarse al 15% en el 2013.

Los actuales planes de austeridad que se están imponiendo en Grecia son muy exigentes, pero sin embargo son muchas las reformas adicionales necesarias. Grecia, probablemente, a través de este episodio terminará con un Estado más pequeño, más eficiente y más manejable, una base tributaria más amplia y confiable, y un sector privado menos gravado. Sin las fuertes presiones externas, el gobierno griego no podría haber emprendido estas medidas.

Según los últimos datos, los salarios industriales se han reducido en un 7%, los costos laborales unitarios han mejorado en un 8% y las exportaciones se han incrementado en un 22% este año. La inflación ha estado retrocediendo con el impacto de principios del 2010 con los aumentos de los impuestos indirectos. Se alcanzó un 3,1% en el mes de mayo, un nivel muy cercano a la media de la Zona Euro (2,8%).

Lo que representan las exportaciones en la economía griega, es baja. Así que a pesar de esta mejora significativa, aún el PIB se contrae debido a que esta mejora está siendo eclipsada por la fuerte contracción de la demanda interna. Sin embargo, lo que subyace aquí es un notable incremento o mejora de la competitividad.

Grecia fue capaz de tomar préstamos en condiciones favorables poco realistas en la última década, hasta cierto punto sorprendente, cuando las tasas de interés nacionales adoptaron el euro. Esto contribuyó a la acumulación de su deuda, y sólo cuando las fuerzas del mercado comenzaron a reafirmarse y los rendimientos de los países de la periferia se separaron de los rendimientos base, quedó claro que la carga de la deuda de Grecia era insostenible.

Las discusiones públicas sobre el reto que significa la financiación de Grecia y la insistencia de los países de la Zona Euro sobre la participación del sector privado para resolver esta situación, han convencido a Grecia de reestructurar su deuda. Como consecuencia de esto, desde marzo, los diferenciales de la deuda de 2 y 10 años en comparación a los bonos alemanes, se han disparado a niveles record, superiores a 2,650 bps y 1400 bps, respectivamente. Y las agencias de clasificación, casi en forma coordinada, bajaron su calificación sobre la capacidad de efectivo corriente nominal a CCC (S&P), Caa1 (Moody's) y a B+ (Fitch).

La clasificadora de riesgo, Standard & Poor, señala que la dependencia a corto plazo de Grecia respecto a la financiación de la UE y del FMI, las dificultades del gobierno heleno para reducir el déficit y los precios actuales de la deuda griega en los mercados secundarios subrayan la débil solvencia de Grecia y, consecuentemente, apuntan a una "posibilidad realista" de que cualquier opción financiera encajaría en la categoría de "activos en dificultades".

En otro ámbito, el Parlamento aprobó la legislación tributaria de marzo para eliminar varios obstáculos legales y administrativos para una administración tributaria eficaz, y en abril, el Ministerio de Finanzas publicó su primer plan de acción integral contra la evasión fiscal. En cuanto a los controles de gastos,

éstos han sido lentos en introducirse a los distintos ministerios (en marzo sólo de 35% de los ministerios informó completamente sus resultados).

Condiciones Generales del nuevo Rescate Financiero en Grecia

Los países de la Zona Euro y el Fondo Monetario Internacional (FMI), le entregaron un segundo rescate a Grecia por €109 mil millones. Además del rescate, el acuerdo incluye un compromiso de los líderes europeos, para apoyar a Atenas hasta que sea capaz de volver a los mercados financieros.

Respecto a este nuevo plan, los jefes de gobierno de la Zona Euro dieron a conocer un programa de tres años, que incluye una meta de 37 mil millones de euros, para que los tenedores de bonos realicen cualquier intercambio o renovación de su deuda por nuevos bonos con vencimiento en 30 años. A los tenedores de bonos se les dará 4 opciones, tres en forma de canje de deuda y un plan de renovación (con diferentes duraciones y tasas de interés).

Debido a la cantidad de programas para los tenedores de bonos, se espera una reducción del 21%, lo que genera un incumplimiento selectivo, un movimiento ampliamente resistido por el Presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet.

A fin de contrarrestar los temores del mercado, los líderes también anunciaron una revisión de 440 mil millones de euros de los rescates de la Zona Euro, para realizar una drástica flexibilización de los términos de los rescates. Además, por primera vez, se podrá ayudar a los países que no están en el plan de rescate, a través de las líneas de crédito y la recapitalización de cualquier banco de la Zona Euro. Estas medidas están claramente dirigidas a Italia y España, que han visto cómo sus costos de endeudamiento han aumentado en medio de la incertidumbre de los mercados.

Si las autoridades son capaces de ejecutar sus programas fiscales y las ambiciosas privatizaciones, la deuda pública llegaría a su peak de 172% del PIB en el 2012 y su disminución a 130% del PIB para finales del 2020. Este aumento producido para el 2012 se relaciona con las mayores necesidades de financiación estimadas por adelantado. Sin embargo, las pruebas de estrés muestran que la implementación del programa completo y oportuno es absolutamente fundamental. Pero con el ajuste fiscal incompleto, el déficit de la privatización o retrasos en la ejecución de reformas estructurales (que producen una recuperación económica y un ajuste fiscal más lento), la deuda se mantendrá en niveles insostenibles y es probable que se mantenga hasta el 2020.

Se han aprobado leyes para crear un vehículo de derecho privado en el que

los activos privatizables se transferirán, con la única tarea de venderlos en un período de tiempo determinado y devolver los fondos al Estado. El diseño es muy similar al Treuhandanstalt alemán (una institución que logró eliminar en un período de 4 años en los 90', unos € 60 mil millones en activos adquiridos por el Estado alemán).

El fondo se espera que esté operativo a finales de julio. En ese momento, el paquete de activos inicial transferido se espera que ascienda entre unos 25-30 millones de euros, dejando a otros activos, principalmente inmobiliarios, que serán transferidos a través del tiempo como carteras.

Proyecciones y Conclusiones

Existe gran preocupación, como ha mostrado públicamente Alemania, de que la crisis pudiera extenderse desde los países chicos como Grecia, Irlanda y Portugal a los países grandes como España e Italia debilitados políticamente en este momento. Y si eso ocurriera, el rescate total de los países, sobrepasaría la capacidad financiera de la Zona Euro. Para evitar que lleguen a esa posición, se estableció un "programa de precaución", que consiste en líneas de crédito de corto plazo para países en dificultades.

A la luz de las circunstancias difíciles de financiación actual, es totalmente improbable que Grecia recupere el acceso a los mercados privados a principios del 2012, como se había previsto en el programa. Mientras que el esfuerzo de las autoridades de una significativa privatización de activos contribuiría a reducir las necesidades de financiamiento, un espacio residual de aproximadamente € 70 mil millones se mantendría hasta el final del período del programa (a mediados del 2013). Esta cifra podría pasar a un total de € 104 mil millones a mediados del 2014 si el acceso al mercado se retrasa aún más, por la necesidad de demostrar un estado más avanzado de ajuste fiscal y macroeconómico. Las cantidades adicionales necesarias se distribuyen en el período del programa, pero algunos de carga adicional se deben probablemente a las necesidades de financiación adicional estimado para la FSF.


Los actuales planes de austeridad que se están imponiendo en Grecia son muy exigentes, pero sin embargo son muchas las reformas adicionales necesarias. Grecia, probablemente, a través de este episodio terminará con un Estado más pequeño, más eficiente y más manejable, una base tributaria más amplia y confiable, y un sector privado menos gravado. Sin las fuertes presiones externas, el gobierno griego no podría haber emprendido estas medidas.

La entrada a la Zona Euro estaba supeditada al cumplimiento de Grecia a ciertas reformas y de lograr un nivel adecuado de prudencia

macroeconómica. Grecia estaba claramente por debajo de las normas exigidas a los otros miembros que postulaban a la Zona Euro. Aún cuando las normas fiscales no se cumplen estrictamente para el ingreso, Grecia podría haber entrado con una mejor forma institucional de la que entró.

Cuadro Nº 1

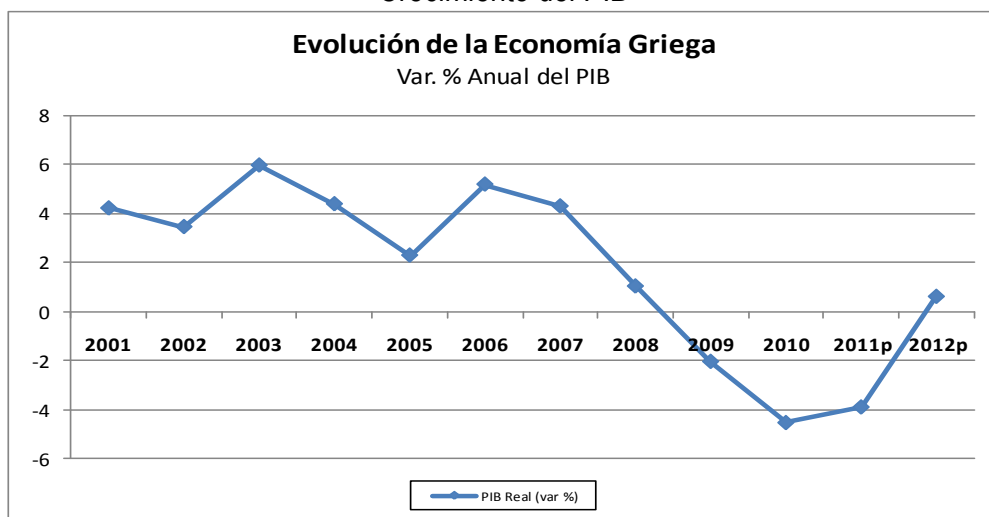
Indicadores Económicos de Grecia

 Grecia	2005	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p
PIB Real (var %)	2,3	5,2	4,3	1,0	-2,0	-4,5	-3,9
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

Economía Internacional al Instante

Nº 619 26 de julio de 2011

Gráfico Nº 2

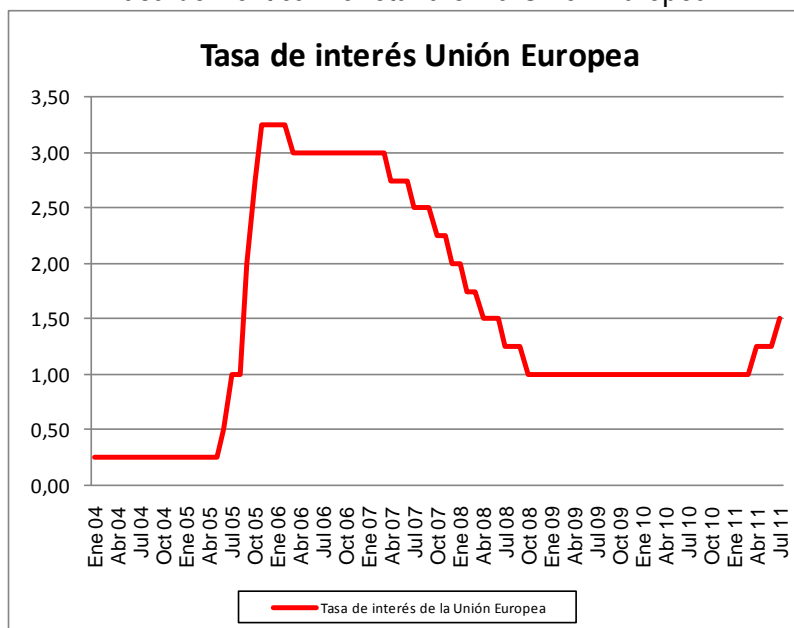
Inflación en Grecia



Fuente: Eurostat

Gráfico Nº 3

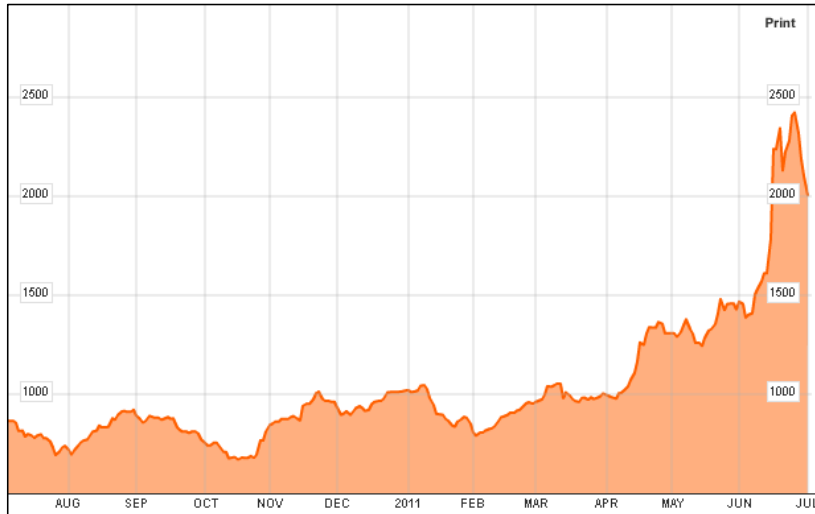
Tasa de Política Monetaria en la Unión Europea



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

*Refi Rate

Fuente: JP Morgan.

Cuadro N° 3

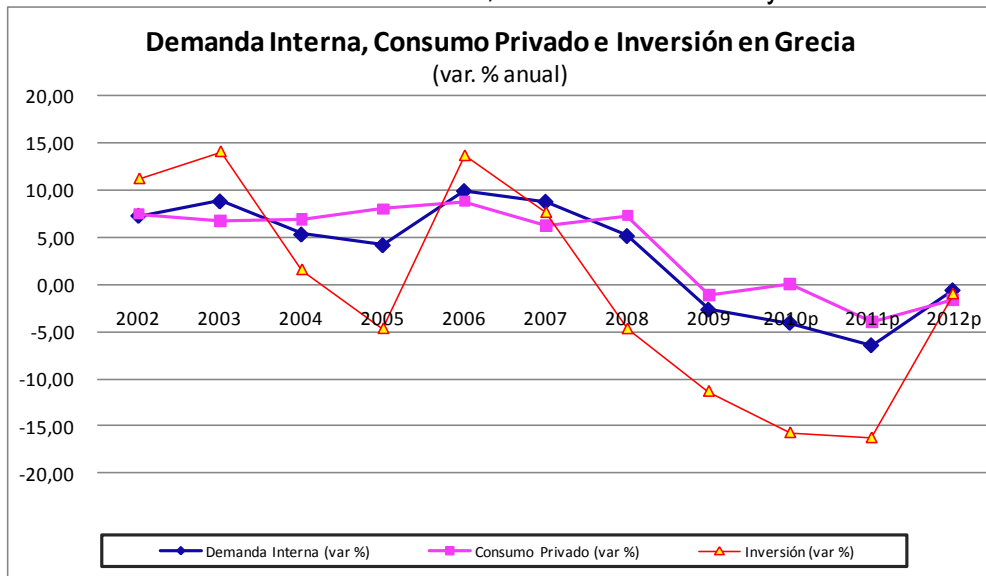
Clasificaciones de Riesgo Soberano

Moody's	S&P	Fitch
Caa1	CCC	B+

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

Gráfico Nº 5

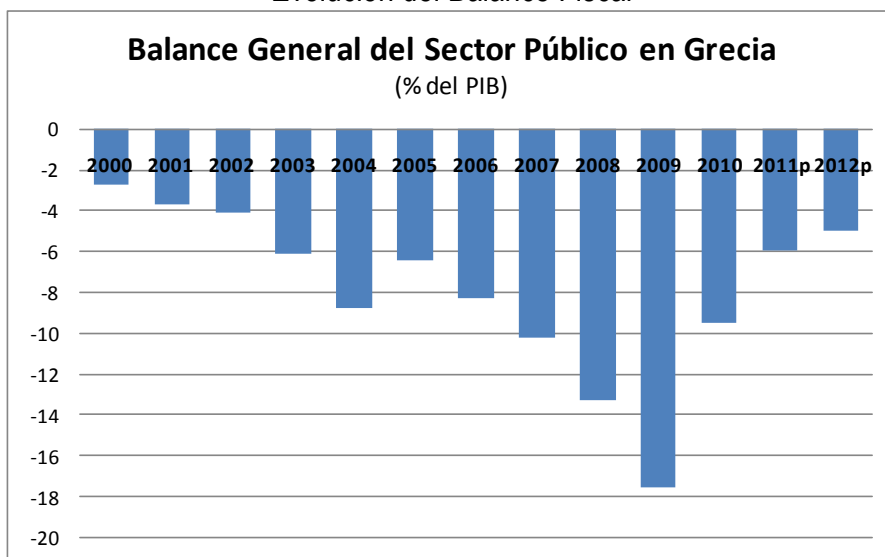
Evolución de la Demanda Interna, el Consumo Privado y la Inversión



Fuente: Eurostat

Gráfico Nº 6

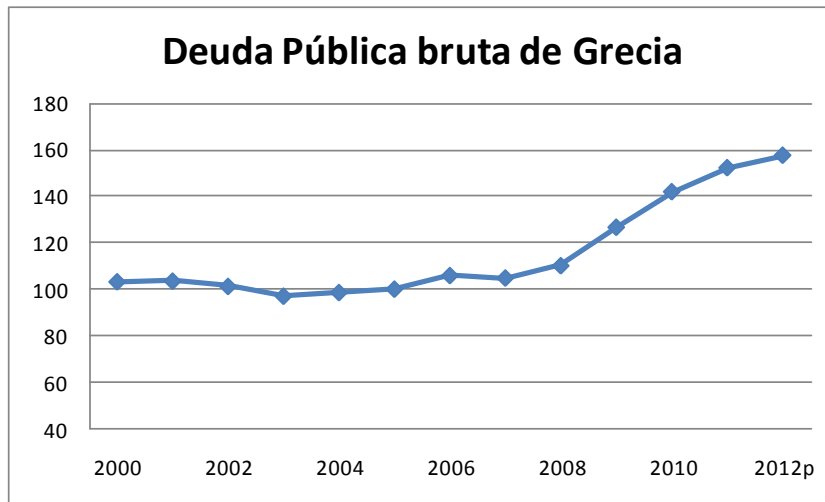
Evolución del Balance Fiscal



Fuente: FMI

Gráfico Nº 7

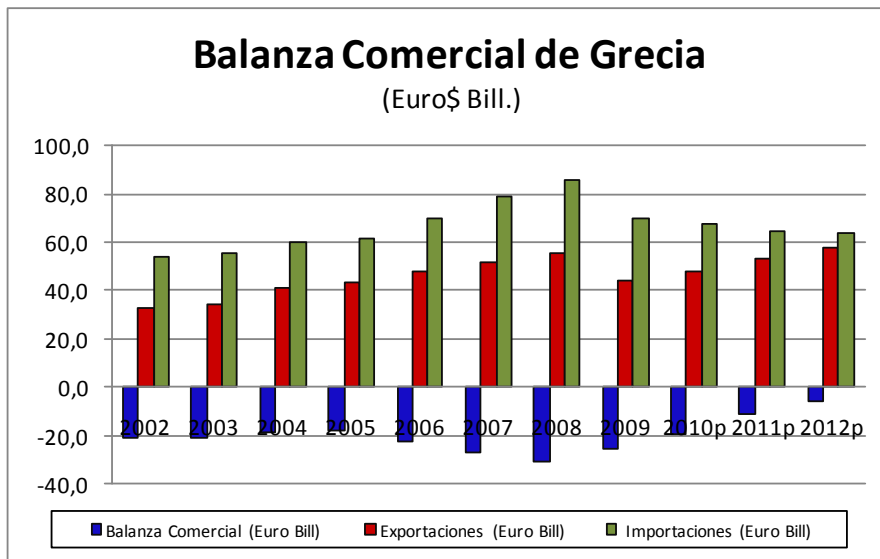
Deuda Soberana de Grecia



Fuente: FMI

Gráfico Nº 8

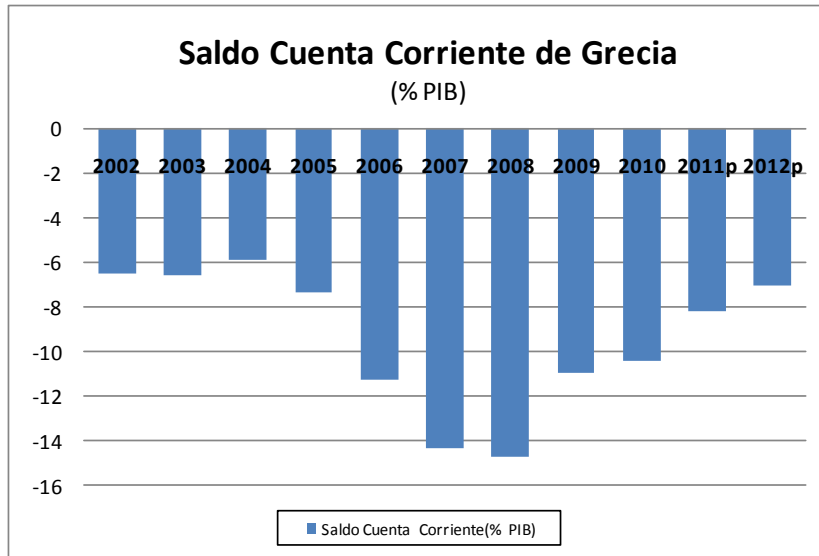
Balanza Comercial de Grecia



Fuente: Eurostat

Gráfico Nº 9

Evolución del Saldo de Cuenta Corriente en Grecia



Fuente: FMI

Gráfico Nº 10

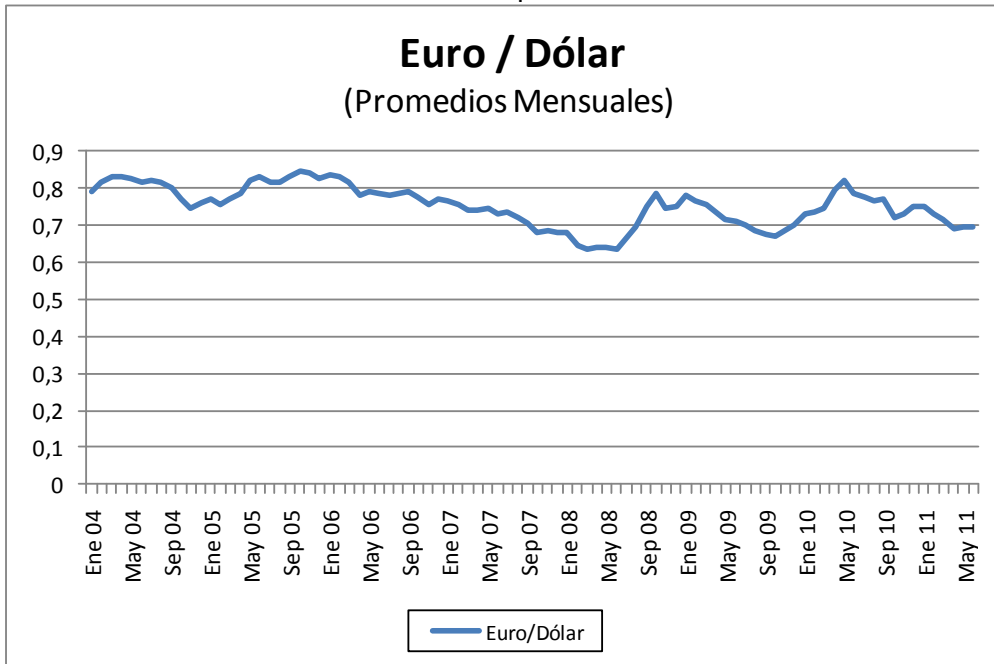
Comercio entre Chile y Grecia



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico Nº 11

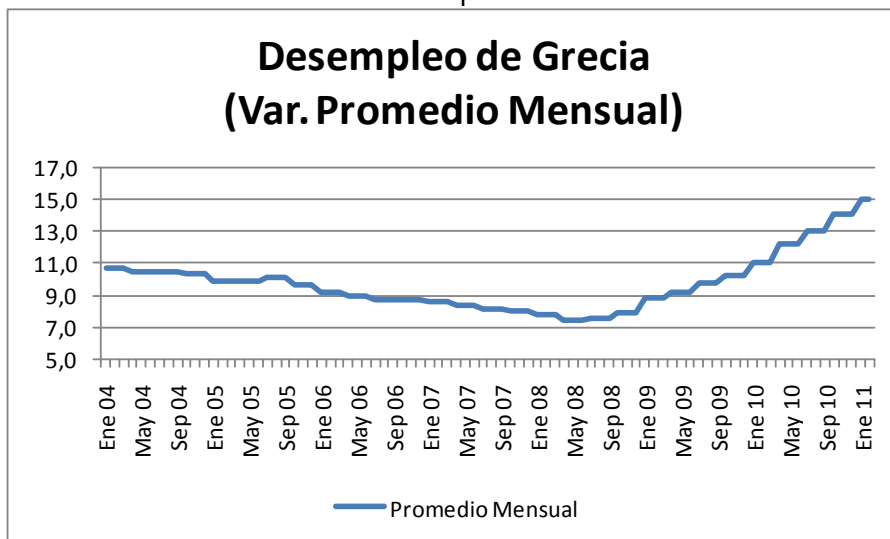
Evolución del Tipo de Cambio



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico Nº 12

Tasa de desempleo en Grecia



Fuente: Eurostat

Cuadro Nº 4

Plan de Objetivos de Privatizaciones en Millones de Euros

Fecha	Mínimo de ingresos por Privatizaciones	Valoración estimada incluido en el plan
2011 Julio	390	443
3º Trim	1.700	2.070
4º Trim	5.000	8.317
2012 1º Trim	7.000	10.181
2º Trim	9.000	11.387
3º Trim	11.000	13.407
4º Trim	15.000	19.366
2013 1º Trim	17.000	19.443
2º Trim	18.000	19.780
3º Trim	20.000	21.696
4º Trim	22.000	24.418
2014	35.000	38.993
2015	50.000	53.567

Fuente: FMI

Cuadro Nº 5

**Proyecciones del FMI/UE para Grecia sobre el desempeño fiscal
Anteriores al 2º rescate financiero**

€bn	2011	2012	2013	2014
Necesidades de Deuda Bruta	58,4	65,3	53,8	49,4
Balance Fiscal	16,7	13,6	10,4	6,0
Amortización del Mercado a Corto Plazo	9,4	10,3	12,9	13,0
Amortización del Mercado a Mediano Plazo	28,1	35,2	29,3	33,0
Amortización de Préstamos Oficiales	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	4,2	6,2	1,2	-2,6
Fuentes de Financiamiento Brutos	58,4	65,3	53,8	49,4
Ingresos de Privatizaciones	5,0	10,0	7,0	13,0
Otros	-1,3	-0,7	-1,6	-4,4
Acceso al Mercado a Corto Plazo	11,0	13,6	13,6	13,6
Acceso al Mercado a Mediano Plazo	0,0	10,0	10,0	10,0
Préstamos Oficiales	43,7	32,4	24,8	17,2
Obligaciones Pendientes de Pago				
Total	342,8	352,6	357,2	347,6
Deuda con el Mercado	267,6	245,0	224,8	198,0
Préstamos Oficiales	75,2	107,6	132,4	149,6
PIB nominal	225,4	228,4	235,5	242,9
Déficit (% del PIB)	7,4	6,0	4,4	2,5
Deuda (% del PIB)	152,1	154,4	151,7	143,1

Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 6

Proyecciones del FMI/UE para Grecia sobre el desempeño fiscal
Posteriores al 2º rescate financiero

€bn	2011	2012	2013	2014
Necesidades de Deuda Bruta	63,4	90,3	53,8	49,4
Balance Fiscal	16,7	13,6	10,4	6,0
Amortización del Mercado a Corto Plazo	9,4	10,3	12,9	13,0
Amortización del Mercado a Mediano Plazo	28,1	75,2	29,3	33,0
Amortización de Préstamos Oficiales	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	9,2	-8,8	1,2	-2,6
Fuentes de Financiamiento Brutos	63,4	90,3	53,8	49,4
Ingresos de Privatizaciones	5,0	10,0	7,0	13,0
Otros	-1,3	-0,7	-1,6	-4,4
Acceso al Mercado a Corto Plazo	11,0	13,6	13,6	13,6
Acceso al Mercado a Mediano Plazo	0,0	12,0	12,0	12,0
Préstamos Oficiales	48,7	55,4	22,8	15,2
Obligaciones Pendientes de Pago				
Total	347,8	342,6	347,2	337,6
Deuda con el Mercado	267,6	207,0	188,8	164,0
Préstamos Oficiales	80,2	135,6	158,4	173,6
PIB nominal	225,4	228,4	235,5	242,9
Déficit (% del PIB)	7,4	6,0	4,4	2,5
Deuda (% del PIB)	154,3	150,0	147,4	139,0

Fuente: JP Morgan