



LA CRISIS GRIEGA: UN PROBLEMA FISCAL

Antonio García Pascual y Piero Ghezzi
Economic Research, Barclays Capital

RESUMEN

Grecia ha alcanzado un punto en el que, en cualquier escenario económico plausible, la deuda pública seguirá creciendo más rápidamente que el PIB. La consolidación fiscal no bastará por sí sola para solucionar la falta de solvencia. Será precisa una reducción sustancial de la deuda. Incluso después de la reestructuración de ésta, no existen garantías de que el gobierno vaya a tener éxito en su doble objetivo de recuperar la solvencia fiscal y resolver la falta de competitividad. Sin embargo, creemos que Grecia tendrá más fácil la consecución de estos objetivos desde dentro de la UEM que fuera de ésta. Este capítulo repasa los factores que han llevado a la explosión de la deuda pública, la pérdida de competitividad y el fracaso del primer programa UE-FMI. También presentamos nuestra opinión acerca de los probables escenarios de reestructuración de la deuda (y la post-reestructuración).

1. INTRODUCCIÓN

En abril de 2010, Grecia había perdido el acceso a los mercados, ya que la economía se había contraído un 3% en términos reales, el déficit fiscal –debido en parte al gasto público no declarado– había alcanzado el 15% del PIB y la deuda pública había crecido hasta superar el 125% del PIB. ¿Cómo llegó Grecia hasta ese punto? Al igual que otros países periféricos, tras unirse a la zona euro, el acceso a crédito de bajo coste disparó la demanda. Años de sólido crecimiento habían

enmascarado las debilidades subyacentes que socavaban la competitividad y producían grandes ineficiencias en el sector público.

En mayo de 2010, el gobierno griego solicitó un rescate financiero al FMI y la UE. El gobierno aceptó un paquete de políticas económicas y financieras para un programa de tres años propuesto por la llamada «troika»: el FMI, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo. El programa establecía el pago trimestral de créditos por valor de 110.000 millones EUR durante un período de tres años a cambio del compromiso del gobierno griego de implementar un ambicioso plan de ajuste macroeconómico. El programa de la UE-FMI tenía el doble objetivo de emprender un gran ajuste fiscal para atajar el problema de la insolvencia fiscal y, al mismo tiempo, conseguir una «devaluación interna» para resolver la falta de competitividad.

El programa tuvo unos inicios prometedores, con la aprobación de una importante reforma de las pensiones y una primera ronda de reformas del mercado de trabajo. Sin embargo, pronto quedó claro que la implementación del programa empezaba a retrasarse respecto a lo previsto. El gobierno no fue capaz de afrontar unas decisiones políticas complicadas, como los grandes recortes en las nóminas de los funcionarios. De igual forma, el control de los presupuestos de los gobiernos regionales resultó mucho más difícil de lo que preveía el programa. Y, lo que es aún peor, la combinación de la austeridad fiscal, la «devaluación interna» y la contracción del crédito lanzaron a la economía helena a una espiral descendente.



Los bancos griegos tampoco han sido inmunes. Hasta la fecha, se han perdido más del 20% de los depósitos desde que comenzara la crisis a principios de 2010. También se ha cerrado el acceso de los bancos a los mercados de capitales internacionales. En la actualidad, dependen plenamente de la financiación del BCE a través de operaciones en el mercado abierto convencional y la ayuda a la liquidez de emergencia que dispensa el banco central del país. Al mismo tiempo, la acusada y prolongada contracción de la actividad económica está pasando factura a la calidad de las carteras de crédito.

La dinámica de la deuda pública ha alcanzado en estos momentos un punto en el que, en cualquier escenario económico plausible, la deuda crece más rápidamente que el PIB (véase, «Greece: the long countdown to restructuring», mayo de 2011). Grecia se enfrenta a una falta de solvencia que la austeridad fiscal por sí sola no puede resolver. En la cumbre de la UE celebrada el 26 de octubre, los líderes europeos, junto con representantes del sector privado, acordaron una quita del 50% de la deuda en manos de inversores privados. Aunque en el momento de escribir este documento todavía se están produciendo discusiones entre el sector público y el privado, creemos que una quita del 50% es el mínimo exigible a los titulares de bonos. Y el nivel total de deuda pública sólo podrá reducirse por debajo del 100% a largo plazo si el sector público (es decir, los créditos de la UE) concede también un importante alivio de la deuda (además de los créditos a más largo plazo, más sustanciales y más baratos ya comprometidos) (véase: «Greece, what works and what does not» y «Greece: love me tender»).

Incluso después de una reestructuración ordenada de la deuda, es poco probable que Grecia recupere el acceso a los mercados de capitales internacionales en un futuro próximo. Tendrá que confiar en un estrecho control bajo el paraguas financiero de un programa UE-FMI. Ése es el precio que tiene que pagar por la relajación política de la última década. Y lo que es más importante, incluso después de la reestructuración, no existen garantías de que el gobierno

vaya a lograr su doble objetivo de recuperar la solvencia fiscal y resolver la falta de competitividad. Pero creemos que Grecia tendrá más posibilidades de lograrlo desde dentro que desde fuera de la UEM.

El resto de este capítulo está organizado como sigue. En primer lugar, revisamos los problemas estructurales que han lastrado durante la última década la competitividad de Grecia en comparación con los demás países. Luego, examinamos las debilidades fiscales y las inexactitudes en los datos declarados que han llevado a la rápida acumulación de deuda pública. En tercer lugar, analizamos el programa UE-FMI y su fracaso. Después, explicamos por qué la austeridad fiscal no basta por sí sola para estabilizar la dinámica de la deuda pública. En quinto lugar, estudiamos la relación entre la insolvencia del Estado y las quitas de deuda. Y, por último, discutimos por qué Grecia y la zona euro probablemente salgan mejor paradas si Grecia permanece dentro de la unión monetaria.

2. UNA HISTORIA DE PRODUCTIVIDAD DESCENDENTE Y PÉRDIDA DE COMPETITIVIDAD

Tras integrarse en la unión monetaria en 2001, Grecia experimentó un marcado descenso de su competitividad, ya que la inflación superaba constantemente la media de la zona euro. En base a los precios y el costo unitario del trabajo (CUT), el tipo de cambio efectivo real se ha apreciado un 20% y un 40%, respectivamente, desde 2001. Como consecuencia de ello, Grecia ha perdido cuota de mercado frente a sus iguales.

¿Cuáles son los principales factores que explican esta pérdida de competitividad? Creemos que los culpables son en gran medida los problemas estructurales que están profundamente enraizados a todos los niveles, incluidos los elevados gastos administrativos, los altos márgenes en la mayor parte de las actividades económicas y el creciente coste de la mano de obra. La mala gobernanza y una inadecuada regulación también han supuesto un obstáculo a la entrada de



inversión extranjera directa (IED), que ha sido escasa durante todos estos años. Las empresas estatales han sido especialmente ineficientes; muchas registran pérdidas y, por tanto, han sido una de las causas de la escasa recaudación fiscal (tal y como se explica más adelante).

Dada la naturaleza estructural de los problemas, el proceso para recuperar la eficiencia y la competitividad será probablemente lento y doloroso. Será preciso implementar cambios estructurales al menos en tres áreas clave. En primer lugar, las ineficiencias en la administración pública exigen una reestructuración, con la privatización de las entidades públicas que generen pérdidas. Esto implicaría también una mejora de la transparencia de las cuentas públicas y sus resultados. En segundo lugar, sería preciso mejorar la competencia tanto en los mercados productivos como de servicios. Es preciso reducir las trabas administrativas en todos los sectores, incluida la liberalización de las industrias de red y la apertura de todos los servicios profesionales «cerrados» y el comercio minorista. En tercer lugar, es esencial reformar el mercado laboral para recuperar la competitividad en términos de costes, lo que incluiría los siguientes cambios normativos: 1) legislación en materia de protección del empleo; 2) el régimen de negociación colectiva para favorecer la moderación salarial; y 3) la promoción del trabajo a tiempo parcial para impulsar la inclusión de los jóvenes y las mujeres en el mercado laboral.

3. UNA BOMBA DE RELOJERÍA FISCAL: DÉFICITS NO DECLARADOS Y DEUDAS OCULTAS

Un año antes de que la crisis llegara a Grecia, el Artículo IV de 2009 del FMI sobre el país heleno describía muy claramente los problemas esenciales de su baja rentabilidad: «[...] *el incumplimiento de los planes presupuestarios, las medidas excepcionales que contribuyen a aumentar el déficit, el gasto descontrolado y los esfuerzos ad hoc para la obtención de ingresos han coincidido con un déficit persistente superior al 3% desde 2000.*»

Tras integrarse en la zona euro, con unas condiciones monetarias muy acomodaticias, la posición griega fue extremadamente laxa durante los años de bonanza. Los gastos del sector público aumentaban continuamente. El gasto social también creció en más de 3 puntos porcentuales del PIB desde 2000, superando las contribuciones sociales. Las debilidades en la administración fiscal limitaron los ingresos fiscales. La carga fiscal griega sigue estando distribuida de forma muy irregular, ya que una gran parte de los autónomos y PYME no declara muchos de sus ingresos. Como consecuencia de estas debilidades persistentes en 2008, justo antes de que explotara la crisis soberana, Grecia soportaba un déficit fiscal del 5% y su deuda pública había aumentado hasta casi el 100% del PIB.

La falta de información también ha sido un problema recurrente, lo que arroja bastantes dudas con respecto a la fiabilidad de las cifras del sector público. Las grandes discrepancias (incluidos «ajustes entre flujos y fondos») entre las cuentas de efectivo y las del Pacto de estabilidad y crecimiento (PEC) daban lugar una y otra vez a un déficit peor que el que se declaraba a Eurostat. De hecho, la deuda pública crecía de manera continuada más rápidamente de lo que indicaban los déficits del PEC comunicados a Eurostat.

Los cambios de gobierno suelen sacar a la luz déficits no declarados y deudas ocultas. En octubre de 2009, el nuevo gobierno reveló que los datos fiscales habían estado mal declarados en gran medida. El déficit de 2008 se revisó y pasó del 5% al 7,7% del PIB. El déficit previsto para 2009 se revisó del 3,7% al 13,6% del PIB (y en 2010 se volvió a revisar al alza hasta situarlo en el 15,4% del PIB). La cifra de deuda pública correspondiente también se corrigió del 100% al 115% del PIB a finales de 2009 (y posteriormente se aumentó hasta el 129% del PIB).

Las considerables revisiones fiscales reflejaban carencias críticas en la cobertura de los datos del sector público. Se encontraron importantes agujeros negros en las cuentas fiscales regionales, especialmente en las empresas públicas con pérdidas, que no se clasificaban como parte del sec-



tor público. Entre ellas estaban incluidas empresas estatales de los sectores ferroviario, del transporte público y de defensa.

Los retrasos también han sido una fuente recurrente de revisiones fiscales, incluidos los relativos a las devoluciones de impuestos y los pagos únicos a los funcionarios públicos que se jubilaban. Otras correcciones en las cuentas de la seguridad social se debían a pagos por intereses devengados, doble contabilidad de ingresos y otras imprecisiones.

4. EL PROGRAMA UE-FMI DESCARRILÓ AL CABO DE UN AÑO

Los mercados acogieron sorprendidos una importante revisión de los déficits fiscales correspondientes a 2008-2009, ya que duplicaban los originalmente previstos y publicados por las autoridades. La crisis de confianza también se contagió rápidamente al sistema bancario. Las sucesivas rebajas de la calificación de la deuda soberana ejercieron presión sobre la liquidez de los bancos. La recesión, a su vez, hizo subir los índices de morosidad, que, a finales de 2009, suponían el 8% del total de los préstamos. Los bancos perdieron prácticamente cualquier posibilidad de acceder a los mercados mayoristas, pero también muchos depósitos durante la primera mitad de 2010, con lo que el Eurosistema pasó a ser su principal fuente de financiación.

Las autoridades griegas no tuvieron más alternativa que pedir ayuda a la UE y el FMI. En mayo de 2010, suscribieron un programa de tres años por el que recibirían 80.000 millones EUR procedentes de países de la zona euro y 30.000 millones EUR del FMI. Dicho programa incluía, por su parte, determinados compromisos, como unos objetivos fiscales y estructurales trimestrales.

El programa giraba en torno a una estrategia muy ambiciosa para alcanzar la consolidación fiscal con vistas a recuperar la solvencia fiscal y conseguir al mismo tiempo una «devaluación interna» para recuperar la competitividad. Una com-

binación así de austeridad fiscal, aumento del desempleo y rebajas salariales conllevaría, sin duda, una importante contracción de los ingresos disponibles y de la actividad económica. El programa proponía una hoja de ruta fiscal con medidas por valor del 7,5% del PIB en 2010, del 4% en 2011, y del 2% del PIB tanto en 2012 como en 2013. El objetivo era que el ratio deuda/PIB alcanzara su nivel máximo del 150% en 2013 para empezar a bajar posteriormente. El programa también incluía varias reformas estructurales a largo plazo para liberar el potencial de crecimiento griego.

La UE y el FMI eran conscientes de que los riesgos del programa eran altos desde el primer momento: «[...] los ajustes necesarios no tienen precedentes y llevarán su tiempo, por lo que podría instalarse el cansancio». Y, de hecho, los primeros problemas no tardaron en surgir. A continuación revisamos en mayor profundidad los resultados de este programa.

Primera revisión del programa (septiembre de 2010): las autoridades griegas sorprendieron positivamente a los mercados y aprobaron unas significativas reformas de las pensiones y del mercado laboral (en este último caso, su primera fase). El gobierno también alcanzó los objetivos cuantitativos fijados para finales de junio.

Sin embargo, desde un primer momento, el programa ya dio señales de lo que finalmente se convertiría en un agujero negro: se detectaron desviaciones fiscales en las entidades de los gobiernos regionales, los hospitales y las empresas estatales, donde los retrasos se acumulaban más rápidamente de lo que nadie había previsto. Para compensar estas desviaciones, el gobierno central «infra-ejecutó» su propio gasto.

Segunda revisión del programa (diciembre 2010): la evaluación de la troika pasó de «bajo control» a «bajo control en términos generales» en la segunda revisión. Los malos resultados de crecimiento, junto con los problemas continuados en el control del gasto de los gobiernos regionales obligaron a seguir «infra-ejecutando» el presupuesto por parte del gobierno central. La troika también señaló que probablemente no



se alcanzaría el objetivo de déficit como consecuencia de los malos resultados fiscales y un crecimiento inferior al previsto inicialmente en el programa. La liquidez del sistema bancario se mantuvo muy limitada (la financiación del BCE se situó en los 95.000 millones EUR, lo que suponía más del 20% de los activos del sistema bancario).

En ese momento, también se puso de manifiesto que las revisiones de los datos fiscales de 2008-2009 eran incluso mayores de lo previsto al comenzar el programa. El déficit de 2009 aumentó del 13,6% al 15,4% del PIB, y la deuda subió del 115% al 127% del PIB, debido en gran medida a la reclasificación de algunas empresas con pérdidas en el gobierno general y la acumulación de retrasos en los pagos, incluidas las pensiones.

La percepción del mercado también cambió para peor después de que los líderes políticos de la UE mencionaran la necesidad de que «los titulares de bonos compartieran la carga» en caso de que la dinámica de la deuda pública se volviera insostenible. Puesto que Grecia cuestionaba la dinámica de la deuda pública, los inversores revaluaron los riesgos de un posible impago por parte del país heleno. Esa decisión marcó un punto de inflexión, ya que los temores de los inversores ante una posible reestructuración se vieron refrendados por las propuestas del sector oficial.

Tercera revisión del programa (marzo de 2011): el crecimiento del PIB real del -4,5% en 2010 fue peor de lo previsto. El gobierno consiguió una consolidación fiscal equivalente a 5 puntos porcentuales del PIB en lugar de los 7,5 previstos. Las condiciones de liquidez para los bancos siguieron siendo extremadamente duras y se siguió produciendo una merma en los depósitos bancarios.

Cuarta revisión del programa (junio/julio de 2011): los retrasos en la implementación de las políticas aparecían ya claramente indicados en el informe. Para compensar las desviaciones fiscales, el gobierno presentó una estrategia de ajuste fiscal a medio plazo (MTFS) con el objetivo de

reducir el déficit por debajo del 3% del PIB en 2014. Bajo la presión de la UE, el MTFS se sometió también a su aprobación parlamentaria. Dentro de esa estrategia a medio plazo, el gobierno aprobó además un ambicioso plan de privatizaciones hasta el año 2014 por valor de 50.000 millones EUR (estimaciones del Ministerio de Finanzas griego).

También quedó claro que el programa se había diseñado (de forma optimista) para devolver a Grecia a los mercados de deuda durante el primer semestre de 2012. De acuerdo con las normas internas del FMI, eso creaba un déficit de financiación identificado. El FMI pidió a la UE que comprometiera recursos adicionales para cubrir dicho déficit. Pero, a cambio de ello, varios países europeos exigieron que el sector privado se implicara también en el alivio de la deuda. Se planteó una propuesta para la implicación del sector privado que suponía una contribución (relativamente limitada) por parte del sector privado (véase «Greece: assessing the new debt proposal», julio de 2011). El sector público, sin embargo, concedió un alivio adicional de la deuda para Grecia en forma de créditos más sustanciosos, más largos y más baratos procedentes del FEEF.

Quinta revisión del programa (septiembre/octubre de 2011): en medio de la creciente preocupación por la incapacidad del gobierno para implementar muchas de las medidas incluidas en el MTFS, las negociaciones entre la troika y las autoridades griegas se estancaron. La troika señaló claramente que el programa ya estaba fuera de control. Los líderes europeos admitieron que la implicación del sector privado que se había propuesto en julio (equivalente a un alivio de la deuda medio del 5% del valor presente neto) no sería suficiente para hacer frente a los problemas de solvencia.

En el momento de escribir este documento, la UE, el FMI y el gobierno griego siguen discutiendo acerca de los compromisos que debe contraer este último para liberar el 6.º tramo de ayudas (8.000 millones EUR). Una crisis de gobierno ha dado lugar a un gobierno unitario de tran-



sición que se espera que apruebe los ajustes fiscales y estructurales exigidos por la troika. Esto desbloquearía el siguiente tramo antes de las elecciones generales que deben celebrarse a comienzos de 2012.

5. ¿Y AHORA QUÉ? REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PARA SUPERAR EL EXCESO DE DEUDA

En 2011, la deuda del sector público griego alcanzó un punto en el que, en cualquier escenario macroeconómico plausible, seguirá creciendo más rápidamente que el PIB (véase «Greece: the long countdown to restructuring», mayo de 2011). Es preciso reducir la deuda para resolver el exceso de deuda y reconducir la dinámica de la deuda pública a la senda de la solvencia. Es probable que la reestructuración de la deuda griega se produzca a finales de 2011 o en la primera mitad de 2012.

Dadas las desviaciones fiscales del programa, los malos resultados de crecimiento y las discrepancias estadísticas puestas de manifiesto por las revisiones de Eurostat, hemos ajustado nuestras previsiones fiscales. De acuerdo con las estimaciones de Barclays Capital, la deuda pública superará el 160% del PIB cuando termine 2011 y el saldo primario se situará en torno al -2,5% del PIB. A partir de ahí, creemos que, si las dimensiones totales del ajuste fiscal acumulativo previsto se mantienen en aproximadamente el 9%, sería realista que el saldo primario alcance un superávit del 2%-3% del PIB en 2015 y que se mantenga en ese nivel a medio plazo.

Aunque el plan fiscal a medio plazo heleno y, en particular, los planes de privatización podrían aportar cierta ganancia fiscal a nuestras previsiones, estamos empleando unas premisas conservadoras en nuestro ejercicio de sostenibilidad fiscal puesto que los acontecimientos en Grecia han sido en todo momento decepcionantes con respecto a los objetivos de la UE/FMI. En particular, asumimos que el gobierno podría conseguir unos 10.000 millones EUR con las privatizaciones. Nuestro escenario macroeconómico a medio

plazo presume un crecimiento nominal de aproximadamente el 3,0% (es decir, un deflactor del PIB del 1,5% y un crecimiento del PIB real del 1,5%). Dentro de este escenario de base, cualquier tipo de interés razonable genera una dinámica de la deuda precaria. Dicho de otra forma, se necesitaría un tipo de interés exageradamente bajo del 4,6% a partir de 2013 para estabilizar la dinámica de la deuda.

6. CUANTIFICACIÓN DE LAS POTENCIALES QUITAS EN GRECIA

Puesto que está claro que resulta política y económicamente inviable emprender el ajuste fiscal necesario para estabilizar la dinámica de la deuda de Grecia, la alternativa consiste en presentar una combinación de reducción del valor nominal/cupón de la deuda y ampliación del vencimiento que, complementado con un ajuste fiscal viable, devuelva la solvencia.

Las decisiones relativas a pérdidas del valor presente neto (VPN) (es decir, quitas) por parte de los inversores no pueden adoptarse en el vacío. El marco de sostenibilidad de la deuda nos permite calcular la reducción necesaria para recuperar la solvencia. La ecuación de dinámica de la deuda estándar es:

$$\Delta \left(\frac{D}{Y} \right)_t = \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) \left(\frac{D}{Y} \right)_{t-1} - pb_t \quad (1)$$

donde D es la cuantía de la deuda, Y es el PIB nominal, r es el tipo de interés nominal medio, g es la tasa de crecimiento nominal, pb es el saldo fiscal primario (es decir, ingresos menos gastos no vinculados al servicio de la deuda) como una parte del PIB, y Δ indica un cambio con respecto al año anterior. Si, por motivos de sencillez (y a los fines de la presente exposición) se asume que el tipo de interés nominal (r) y la tasa de crecimiento (g) no varían en el tiempo, el saldo primario (pb^*) necesario para estabilizar la dinámica de la deuda se define como sigue:



$$pb^* = \left(\frac{r-g}{1+g} \right) \left(\frac{D}{Y} \right) \quad (2)$$

Sin embargo, si resulta imposible alcanzar ese objetivo de saldo primario (pb^*), la alternativa sería rebajar la parte derecha de (2), es decir, reducir la cuantía de la deuda (D), los cupones pagados (r) o ambos, para así alinear el servicio de la deuda con el saldo primario que sí puede alcanzarse.

La figura 1 presenta combinaciones de reducción de deuda y saldo primario que alcanzarían un 60% de ratio deuda/PIB en 2050. La reducción de la deuda debe complementarse con un ajuste fiscal como el que precisa Grecia para situarse de forma creíble en la senda del superávit primario. De lo contrario, ni siquiera una reducción total de la deuda (es decir, la devolución de la totalidad de ésta) sería compatible con la sostenibilidad.

En nuestro escenario básico (un saldo primario del -2,5% en 2011), Grecia tendría que sus-

traer en torno al 60% de todos sus titulares de deuda (o aproximadamente el 90% del PIB) en 2012 (con un saldo primario del 4%, en el escenario más optimista, la reducción de deuda necesaria sería de cerca del 45%).

La correlación entre la reducción de la deuda necesaria y las quitas de los bonos de deuda no es un proceso automático. En primer lugar, existe el problema del vencimiento de la deuda. La deuda del sector público griego se sitúa actualmente en cerca de los 345.000 millones EUR (incluidos los 47.000 millones EUR correspondientes a créditos de la UE y los 18.000 millones EUR en créditos del FMI), y aproximadamente una tercera parte está en manos de residentes griegos y los otros dos tercios restantes en las de no residentes. De los residentes griegos, unos 50.000 millones EUR corresponden a bancos helenos y unos 30.000 millones EUR a fondos de la seguridad social/pensiones y aseguradoras. El BCE, dentro del programa de compra de bonos (PCB) posee aproximadamente 45.000 millones EUR (véanse los detalles acerca de la titularidad de la deuda en la Figura 2).

FIGURA 1. GRECIA - COMBINACIONES DE AJUSTE FISCAL Y QUITA DE DEUDA

Combinaciones de ajuste del saldo fiscal y reducción de la cuantía de la deuda compatibles con un ratio deuda/PIB del 60% en 2050		
Ajuste del saldo primario en 2011-2015 (% del PIB)	Saldo primario final a partir de 2015 (% del PIB)	Reducción excepcional de la cuantía total de la deuda pendiente en 2012 (%)
12,8	7,9	0
11,5	6,6	15
10,2	5,3	30
8,8	3,9	45
7,4	2,5	61
6,6	1,7	75
4,8	-0,1	90
3,9	-1,0	100

Fuente: Barclays Capital.

**FIGURA 2. DESGLOSE DE LOS PROPIETARIOS DE LA DEUDA GRIEGA**

Propiedad de la deuda griega (en miles de millones de €)	
FMI (crédito)	18
UE (crédito)	47
BCE (bonos)	45
Fondos de la seguridad social griega (bonos)	30
Subtotal 1	140
Bancos (bonos y letras)	79
Seguros (bonos y letras)	12
Bancos centrales/instituciones oficiales	38
Otros inversores (dinero real, etc., bonos y letras)	76
Subtotal 2	205
Total deuda griega negociable	280
Total deuda griega no negociable	65
Total deuda griega	345

Fuente: Barclays Capital, Banco Central de Grecia, FMI, Autoridad Bancaria Europea.

Es probable que algunos titulares de deuda queden excluidos de una reestructuración. Probablemente la deuda del FMI se quede al margen. También es poco probable que se reestructuren las letras del Tesoro, sobre todo debido a los problemas en dicho mercado (unos 13.000 millones EUR). También existen préstamos gubernamentales bilaterales de la UE dentro del programa UE/FMI. Aunque no se trata oficialmente de deuda prioritaria (a diferencia del FMI, no tiene un estatus de acreedor preferente implícito), a nuestro entender, resulta políticamente difícil imaginar que sean objeto de una quita.¹

Sin embargo, se obtendrá cierta reducción implícita de la deuda del sector oficial. Dentro del programa actual, los rendimientos de los préstamos están por debajo de su valor residual (el rendimiento que prevalecería después de la reestructuración) y, por tanto, ya están ofreciendo cierto alivio de la deuda. Unos créditos más sustanciosos, más largos y más baratos de la UE

suponen un importante alivio para la deuda. Por ejemplo, si asumimos que el vencimiento de todos los préstamos de la UE (unos 170.000 millones EUR, incluido un 2.º programa para Grecia) se ampliara en 15 años (y si los tipos se redujeran del 5% actual al 3,5%), el porcentaje de alivio de la deuda obtenido del sector oficial correspondería al 23%, o casi el 17% del PIB.

Con esta reducción de la deuda implícita obtenida por el sector oficial (cerca del 17% del PIB), la deuda consolidada tendría que seguir aportando otros 170.000 millones EUR. Puesto que la deuda consolidada representa aproximadamente el 125% del PIB, esto equivale a una quita del 65% (o incluso superior, del 74% si se excluye al BCE)². La Figura 3 muestra la evolución del ratio deuda/PIB que podría esperarse con una quita de dos tercios de la

¹ La deuda internacional (18.600 millones EUR) podría quedar excluida de la reestructuración de la deuda para evitar impagos y situaciones propicias para los CDS. Excluyendo esa deuda de nuestro cálculo, éste no cambiaría significativamente.

² Debe tenerse en cuenta que la definición de quita no está del todo clara. Estamos asumiendo implícitamente que «reclamación» equivale al VPN de los flujos de caja viejos descontados al valor residual. La quita se obtiene comparando el VPN de los flujos de caja nuevos y antiguos al valor residual. Si asumimos que la reclamación es de 100 en su lugar (ya que todos los bonos se aceleran en caso de impago), el cálculo de la quita aumentaría hasta el punto de que los cupones de la deuda existente serían inferiores a los valores residuales. Más información en el Anexo 1.



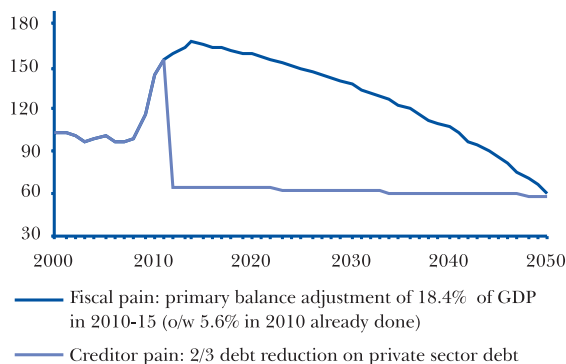
deuda consolidada (la Figura 4 compara las dimensiones de la quita potencial en Grecia con las recientes reestructuraciones de la deuda soberana que se han producido en los mercados emergentes desde 1999).

No creemos que sea posible obtener un alivio de la deuda sustancial del sistema bancario griego. Los bancos poseen en la actualidad 50.000 millones EUR en deuda del Estado griego (de los cuales, unos 13.000 millones EUR corresponden a letras del Tesoro), frente a un capital de 28.000 millones EUR. Una quita del 50% acabaría prácticamente con todo su capital. Para realizar cualquier reducción sustancial sería preciso una futura recapitalización por un importe importante (probablemente similar). El impacto sobre los bancos griegos también se dejaría sentir en su rentabilidad, especialmente si se tiene en cuenta que la calidad crediticia de la cartera de préstamos probablemente seguiría deteriorándose, que seguiría sin existir financiación en

los mercados y que los gastos de financiación seguirían siendo elevados.

Un riesgo adicional para el sector bancario asociado a cualquier reestructuración es el impacto que tendría en el valor colateral de los bonos del Estado griego, y su elegibilidad en el BCE. El colateral alternativo de que disponen probablemente sea insuficiente para cubrir sus préstamos con el BCE (77.000 millones EUR en operaciones en el mercado abierto u OMO) si el valor de los bonos del Estado griego se ve muy afectado. Por tanto, el movimiento hacia más ayuda a la liquidez de emergencia (ELA) ofrecida por el banco central griego (39.000 millones EUR a mediados de noviembre) probablemente se amplíe aún más a expensas de unas OMO inferiores. Téngase en cuenta que el BCE a través de las OMO y el banco central griego a través de la ELA siempre prestarían a cambio de un colateral (o garantías gubernamentales), por lo que sería preciso sustituir cualquier reducción en el valor del colateral.

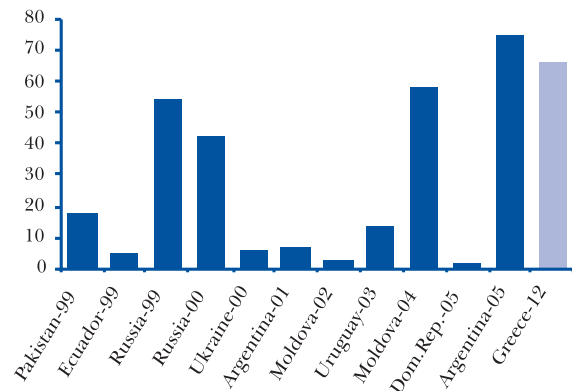
FIGURA 3. CAMINOS HACIA LA SOLVENCIA (deuda/PIB, en %)



(Traducción Figura 3 (parte no editable): Esfuerzo fiscal: ajuste saldo primario del 18,4% del PIB en 2010-2015 (del cual un 5,6% en 2010 ya realizado) Esfuerzo de los acreedores: quita de 2/3 de la deuda del sector privado.)

Fuente: Barclays Capital.

FIGURA 4. REDUCCIÓN DEL VPN DE LA DEUDA EN LAS RECIENTES REESTRUCTURACIONES DE DEUDA



Fuente: Barclays Capital, FMI.



Puede obtenerse una aproximación útil de los valores de recuperación empleando un cálculo de la quita asumiendo que toda la deuda consolidada helena actual sujeta a reestructuración está representada por un bono sintético con un cupón de aproximadamente el 5,15% (el tipo de interés medio de la deuda griega) con un vencimiento superior a ocho años (el vencimiento medio de la deuda griega). Luego asumimos que en una reestructuración, el principal nominal de los bonos incluidos en la misma se redujera en determinado porcentaje (digamos, del 65% en un escenario básico). Para obtener los valores de recuperación, simplemente obtenemos el precio (es decir, el VPN) de un bono sintético con cupones del 5,15% y un principal nominal de $100 \cdot (1 - 0,65)$ pagadero en 20 años (asumiendo ese nuevo vencimiento) y descontado a nuestro valor residual. El precio de ese hipotético bono sería el valor de recuperación (Figura 5). Utilizar varios valores residuales resulta arbitrario, pero para unos niveles del orden del 9%-12%, los valores de recuperación se situarían entre 23 y 17, respectivamente.

Las potenciales quitas implicadas en los cálculos de reestructuración de deuda son muy elevadas en comparación con situaciones de impagos ocurridas en el pasado en los mercados emergentes. Parte del problema es que los mercados subestimaron los costes y sobrevaloraron los beneficios de la pertenencia a la zona euro. En particular, los mercados no terminaron de darse cuenta de que, al carecer de prestamista de último recurso, el gobierno griego (al igual que otros gobiernos de la zona euro) posee realmente deuda denominada «en divisas». También está la asunción implícita de que un Estado de la zona euro no podría suspender pagos. Como consecuencia de todo ello, los mercados le prestaron a Grecia mucho más de lo que podía devolver.

La elevada cuantía de la deuda hace que el proceso de reestructuración resulte complicado. Sin embargo, creemos que la gran concentración de la estructura de propiedad en instituciones financieras de la zona euro aumenta las probabilidades de una reestructuración ordenada.

FIGURA 5. VALORES DE RECUPERACIÓN PRELIMINARES CON DISTINTOS VALORES RESIDUALES Y SALDOS PRIMARIOS COMPATIBLES CON UN RATIO DEUDA/PIB DEL 60% EN 2050

Ajuste del saldo primario 2011-2015 (% PIB)	Reducción de la cuantía de la deuda consolidada residual (en %)	Valor presente del precio de un bono sintético griego asumiendo:	
		Valor residual del 9%	Valor residual del 12%
12,8	0%	64,9	48,8
11,5	11%	57,7	43,5
10,2	30%	45,4	34,2
8,8	48%	33,7	25,4
7,4	65%	22,7	17,1
6,6	84%	10,4	7,8

Fuente: Barclays Capital.



FIGURA 6. REDUCCIÓN DEL VPN DE LA DEUDA (EN %) A TRAVÉS DE UNA COMBINACIÓN DE AMPLIACIÓN DEL VENCIMIENTO Y DISTINTOS CUPONES MEDIOS – CÁLCULOS A PARTIR DE UN VALOR RESIDUAL DEL 9%

Cupón medio	10 años	15 años	20 años	25 años	30 años	35 años
5%	26	32	37	39	41	42
4%	32	40	46	49	51	53
3%	39	48	55	59	62	63
2%	45	56	64	69	72	74
1%	51	64	73	79	82	85
0%	58	73	82	88	92	95

Fuente: Barclays Capital.

7. GRECIA DESPUÉS DE LA REESTRUCTURACIÓN: CONCLUSIONES

Incluso después de una reestructuración ordenada de la deuda, es poco probable que Grecia recupere el acceso a los mercados de capitales internacionales de bonos del Estado en un futuro próximo. Tendrá que confiar en un estrecho control bajo el paraguas financiero de un programa UE-FMI en los próximos años. Incluso después de reestructurar la deuda, no existen garantías de que el gobierno vaya a tener éxito en su doble objetivo de recuperar la solvencia fiscal y solventar la falta de competitividad. Sin embargo, creemos que Grecia tendrá más posibilidades de lograrlo desde dentro que desde fuera de la UEM.

En primer lugar, en el frente fiscal, la racionalización del sector público, el aumento de las facultades de la agencia tributaria, la garantía de una distribución más homogénea de la carga fiscal, el control del presupuesto de las entidades regionales y la mejora de la fiabilidad de los datos del sector público deberán ser los principales objetivos del gobierno griego bajo la supervisión de la UE. En segundo lugar, para el sector financiero, mantener la liquidez en el sistema bancario heleno, y contener el calado de la crisis

del crédito para facilitar la recuperación son objetivos que, sin la ayuda del BCE, resultarían muy difíciles de conseguir. Finalmente, para solucionar la falta de competitividad será preciso atacar vulnerabilidades estructurales muy enraizadas que tendrían que haberse afrontado de todas formas tanto dentro como fuera de la UEM.

Aunque una gran devaluación sin duda aportaría algunas de las ventajas a corto plazo derivadas de la sustitución de las importaciones, no está claro que esos beneficios cortoplacistas pudieran compensar su coste. La salida de la zona euro probablemente precipitaría la debacle en las instituciones financieras griegas. Y la recuperación en una economía «sin crédito» resultaría muy complicada. Además, la inflación podría llegar a alcanzar el nivel de la devaluación del tipo de cambio nominal, contrarrestando en gran medida las ganancias de competitividad derivadas de ésta.

Por otra parte, la pertenencia al euro no es inamovible. La zona euro terminará necesitando un «camino de salida de la UEM» para los países que no quieran o no puedan hacer lo que sea preciso para permanecer dentro. Y Grecia sólo lo logrará si sus decisiones políticas futuras caben dentro de la «estrecha camisa» de una unión cambiaria.

**ANEXO I. CORRELACIÓN ENTRE LA REDUCCIÓN DE LA DEUDA Y LA QUITA**

Al pensar en la reestructuración de la deuda, tiene sentido empezar por el marco de sostenibilidad de la deuda: ecuación (1) en el texto principal

$$\Delta\left(\frac{D}{Y}\right)_t = \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t}\right)\left(\frac{D}{Y}\right)_{t-1} - pb_t \quad (1)$$

Para descartar esquemas Ponzi es preciso que se dé la siguiente condición intertemporal (en tiempo continuo para simplificar la notación):

$$\left(\frac{D}{Y}\right)_0 = \int_0^{\infty} \exp\left(-\int_0^s (r_v - g_v) dv\right) pb_s ds \quad (2)$$

Para una senda conocida de saldos primarios viables, es posible resolver lo anterior. La solución requiere que se dé la siguiente condición intertemporal:

$$(1 - \alpha)\left(\frac{D}{Y}\right)_0 = \int_0^{\infty} \exp\left(-\int_0^s (r_v - g_v) dv\right) pb_s^* ds \quad (3)$$

donde α es la reducción necesaria para estabilizar la dinámica de la deuda. r_v y g_v son los tipos de interés y la tasa de crecimiento medios (variables en el tiempo) y $pb^*(t)$ es la senda hacia el superávit primario económica y políticamente viable. A medida que pase el tiempo, el tipo de interés medio convergirá con el tipo de interés marginal.

De acuerdo con nuestro cálculo, α equivale a la «quita». Esto se debe a dos razones:

En primer lugar, hemos definido la quita como:

*Recorte: I - VPN (flujos de caja por bonos nuevos, r)/
VPN (flujos de caja viejos, r) (4)*

donde r es el «valor residual». La quita se define, pues, con respecto a una reclamación asociada a los flujos de caja de los bonos viejos.

En segundo lugar, el valor residual, r , en (4) equivale a la tasa de financiación marginal dentro de nuestra sostenibilidad de deuda en (2) y (3).

Los participantes en el mercado a menudo definen la reclamación (el denominador) en (4) como 100 con la idea de que todos los bonos se aceleran tras el anuncio de una reestructuración. Puesto que, en general, los cupones de los bonos emitidos antes de la reestructuración son inferiores a los valores residuales, la quita calculada con nuestro método preferido es superior.

La ventaja de nuestro método es doble a nuestro entender: (1) nos permite correlacionar de forma clara las quitas con la reducción de deuda dentro de un análisis de la sostenibilidad de ésta; y (2) cuantifica de forma más precisa las pérdidas sufridas por los inversores en una reestructuración.

REFERENCIAS

- Piero Ghezzi, Antonio García Pascual, Laurent Fransolet, «Greece: the (long) countdown to restructuring», Barclays Capital Research, mayo de 2011.
- Piero Ghezzi, Antonio García Pascual, Frank Engels, «Greece, what works and what does not», Barclays Capital Research, julio de 2011.
- Piero Ghezzi, Cagdas Aksu, Antonio García Pascual, «Greece: assessing the new debt proposal», julio de 2011.
- Cagdas Aksu, Antonio García Pascual, Piero Ghezzi, Donato Guarino, «Greece: love me tender», Barclays Capital Research, septiembre de 2011.