

Contexto Económico

Para saber más

El tercer rescate griego

Madrid-24 febrero-2017

Grecia está tramitando su tercer rescate desde 2010. Le toca pagar €7.200 millones en julio para evitar una fallida. Las proyecciones indican que la economía griega creció ligeramente en 2016, y se espera un crecimiento mayor para 2017, pero la incertidumbre política lastra su economía. La deuda pública griega alcanzó un 179% de su PIB al finales del 2015.

El estado del rescate

Actualmente, sus acreedores están revisando el desarrollo de las reformas pactadas con el gobierno griego. El Eurogrupo está negociando la transferencia a Grecia de un tramo del fondo de rescate administrado por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEE). El rescate, negociado en agosto del 2015, tiene un valor máximo de €86.000 millones a tres años.

El jefe del MEE ha avisado que no desembolsarán fondos adicionales si el FMI no se suma al programa. Los acreedores han ido desembolsando fondos hasta ahora sin la participación formal del FMI, aunque esto siempre ha sido un requisito del programa.

Con varias elecciones nacionales en el horizonte, los acreedores quieren que se apliquen las condiciones del rescate de forma más estricta:

- Las elecciones generales en Holanda serán el 15 de marzo.

- Las dos vueltas de las elecciones presidenciales en Francia tendrán lugar el 23 de abril y el 7 de mayo.
- Las elecciones federales alemanas están convocadas para el 24 de septiembre.

El estado de las negociaciones

El FMI ha avisado que no habrá ningún trato especial para Grecia. Considera que su deuda es insostenible, y se niega a participar en el rescate sin una mayor reestructuración de la deuda griega. Sus proyecciones indican que Grecia no podrá alcanzar los superávits fiscales pactados.

Alexis Tsipras, el primer ministro griego, ha insistido que no se legislará ni un euro más de consolidación fiscal, más allá de lo pactado.

El Partido Democrático Libre alemán, que previsiblemente regresara al Bundestag en septiembre, ha indicado que Grecia debería salir del euro y solicitar una reestructuración de su deuda. Wolfgang Schaüble, el Ministro de Finanzas alemán, ha indicado que no habrá una reestructuración de la deuda griega salvo que Grecia salga del euro.

No obstante, el ministerio de exteriores alemán ha señalado su compromiso con la permanencia de Grecia dentro del euro. El comisario europeo Pierre Moscovici ha descartado la opción del Grexit.

El rescate fracasará si el FMI no se incorpora. En principio, esto supone que o Grecia sale del euro o Alemania y sus socios europeos aceptan una reestructuración de la deuda en medio de un complicado calendario electoral.

La prima de riesgo ha aumentado en enero, pero tampoco a niveles indicativos de un gran estado de alarma. Al Eurogrupo siempre le queda salir del paso de algún modo.

Temas por resolver

La reunión del Eurogrupo del 20 de febrero no ha resuelto la situación. Las negociaciones progresan adecuadamente pero los actores están siendo muy cautelosos.

El gobierno griego ha facilitado las negociaciones al acordar - en principio - legislar nuevas medidas que serán consideradas reformas, y no como preceptos de austeridad adicional.

Los acreedores exigen 3,600 millones en recortes adicionales, pero se considera que hay margen para que esta cifra se reduzca. Esto va ligado a la negociación de la trayectoria del superávit estructural a medio plazo.

Previsiblemente Grecia limitará sus exenciones fiscales, pero el gobierno griego insiste en que compensará cualquier medida adicional con otras, para que el impacto fiscal sea neutral. Un recorte de las pensiones está encima de la mesa pero es más sensible políticamente.

Grecia quiere un compromiso firme por parte de sus acreedores con una reestructuración de la deuda a medio plazo, para que sus bonos puedan formar

parte del programa de expansión cuantitativa del Banco Central Europeo. Este tema no se negociará hasta que no haya un acuerdo técnico entre las partes. Existe la posibilidad de que se alivie la carga del pago de los intereses sin que se estructure la deuda griega de forma nominal.

El análisis del FMI

El FMI concluyó la última ronda de consultas del Artículo IV el 6 de febrero. Las discrepancias en su seno se han hecho públicas, con los directores europeos claramente en minoría.

El FMI ha concluido que el crecimiento griego al largo plazo estará por debajo del 1%. Señalan que Grecia no requiere de consolidación fiscal adicional. Consideran poco realista la estrategia fiscal de mantener un superávit primario del 3,5% del PIB al medio plazo.

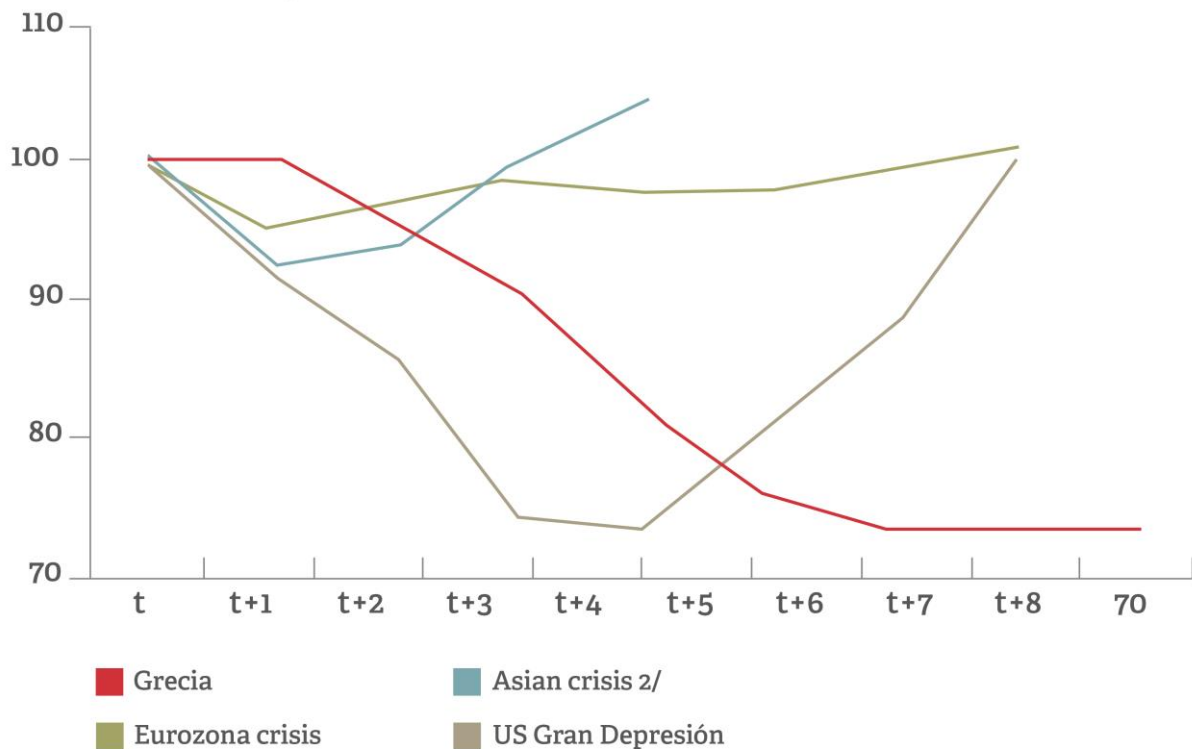
El FMI, de forma tajante, constata que Grecia no podrá crecer lo suficiente para restaurar la sostenibilidad de su deuda, lo cual significa que necesitará ser reestructurada debido a su insostenibilidad.

Considera que la tasa de paro griega estará por encima del 10% durante varias décadas, y hace hincapié sobre estas tasas de paro y pobreza sin precedentes dentro de la zona euro.

El FMI ha señalado las graves dificultades asociadas con la combinación de la consolidación fiscal y la devaluación interna. Hace mención al problema de fatiga con las reformas (se han recortado las pensiones 11 veces desde 2010) y a que los diversos gobiernos griegos no han sido capaces de asumir la plena responsabilidad por los recortes.

Dentro del escenario pesimista del FMI, se señala la posibilidad de que Grecia vuelva a

Figura 1. Producto real
(Índice, antes del pico de la crisis=100 1/)



Fuente: Eurostat, Haves Analytics y cálculos del FMI
 1/ El pico antes de la crisis es 2007 para Grecia, 1997 para Asia, 2008 para la Eurozona y 1929 para la Gran Depresión
 2/ Incluye Indonesia, la República de Corea y Tailandia

tener problemas de liquidez y que, sin un mayor apoyo por parte de sus socios, pueda aumentar el riesgo de Grexit. Se destaca que tanto el Brexit como las presiones fiscales derivadas de la crisis de refugiados pueden complicar la situación.

El FMI le pide a Grecia reformas adicionales: recortar las pensiones y los salarios públicos, luchar contra la evasión fiscal (la deuda del sector privado con el estado alcanza un 70% del PIB), mejorar la gobernanza del sector financiero, acabar con los controles de capital, y mantener las reformas del mercado laboral. Se destaca la necesidad de reorientar el gasto público hacia los colectivos más vulnerables. También se comenta el hecho de que un 50% de los asalariados no pagan el impuesto de la

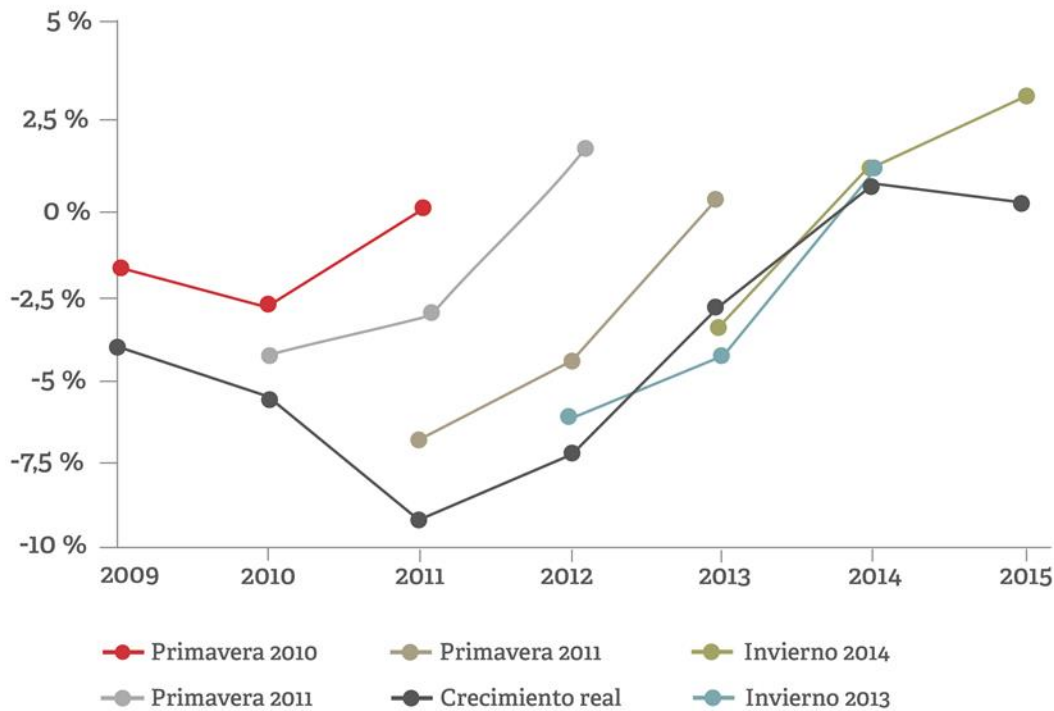
renta, comparado con una media del 8% dentro de la zona euro.

La réplica del Eurogrupo

El Eurogrupo hace énfasis sobre el hecho de que Grecia haya superado las expectativas en cuanto a su superávit primario en el último ejercicio. Prevé un crecimiento robusto para la economía griega y consideran sostenible la deuda pública griega.

Teniendo en cuenta las proyecciones que ha hecho la Comisión Europea sobre la recuperación de la economía griega, su credibilidad se encuentra bajo mínimos.

Figura 2. La evolución de la economía griega: el crecimiento real y las proyecciones de la Comisión Europea



Fuente: Eurostat y Comisión Europea

La situación de Syriza

Syriza se sitúa claramente por detrás de Nueva Democracia, el principal partido de centro-derecha griego, en las encuestas. Los sondeos les dan alrededor del 20%, comparado con el 35-40% que dan a sus principales adversarios.

Con su obra de gobierno, Syriza se ha desconectado de los movimientos sociales, que les impulsaron hacia la victoria, y ha sufrido la escisión de su ala más radical tras aceptar el tercer rescate.

Los éxitos modestos de Syriza en cuanto a medidas para paliar la pobreza, y en cuanto a la consolidación de los derechos civiles, no compensan su incapacidad de reformar las

instituciones de su país o solucionar el tema de la sostenibilidad de la deuda al largo plazo.

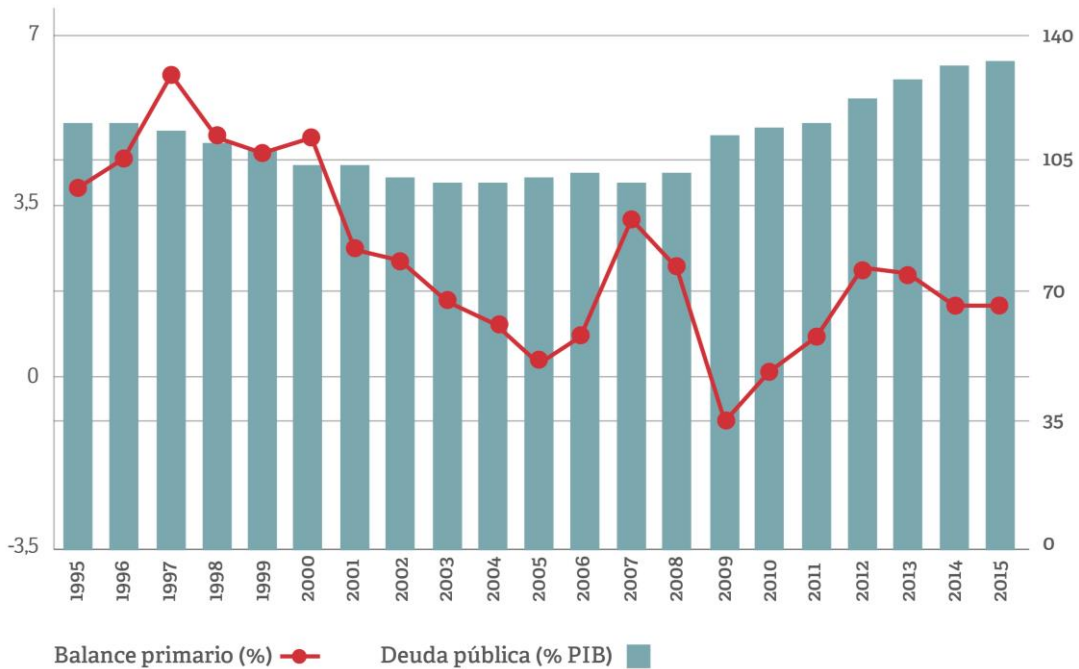
El mundo al revés del FMI

Syriza ha adoptado una postura beligerante hacia el FMI, a pesar de que el análisis del FMI no difiere significativamente del análisis que hacía Syriza antes de gobernar, incluso antes de aceptar el último rescate.

El FMI se está convirtiendo últimamente en el coro griego del funcionamiento de las economías, explicando unas verdades que los otros poderes públicos no quieren escuchar:

- Hizo un mea culpa por subestimar el tamaño de los multiplicadores fiscales y por lo tanto el impacto negativo de los recortes;

Figura 3. Evolución de la deuda pública italiana



Fuente: Ameco y Eurostat

- Ha señalado que la desigualdad lastra el crecimiento;
- Ha postulado que subir el poder adquisitivo de los trabajadores más pobres ayuda a procesos de desapalancamiento;
- Ha reconsiderado el papel de los controles sobre el capital, indicando que en algunas situaciones podrían ser de utilidad.

Declarar que la deuda griega es insostenible es sólo el último ejemplo del FMI trasladando unas verdades incómodas hacia el debate institucional.

Las dinámicas de la deuda en Europa

El FMI ha señalado que ningún país ha sido capaz de mantener unos superávits primarios

con una tasa de paro tan elevada como se pretende que Grecia haga ahora.

Continuando con esta lógica, esto indica que los cálculos que se han hecho sobre los superávits primarios que serían necesarios para que diversos países cumplieran el objetivo de bajar sus deudas públicas al 60% del PIB en 2030, para cumplir con el pacto fiscal europeo, son totalmente irrealistas

Sin unas tasas mayores de crecimiento y de inflación, la consolidación fiscal será insuficiente para asegurar la sostenibilidad de las deudas de la eurozona.

La experiencia de Italia sirve como aviso. Este país lleva dos décadas estancado económicamente, manteniendo unos superávits primarios, e incapaz de bajar su tasa de endeudamiento.

Este panorama supondrá unas turbulencias políticas y económicas para la eurozona en su conjunto – empezando por un posible gobierno del M5S, un partido contrario al euro – si no se reforma la arquitectura monetaria.

Se autoriza la difusión y reproducción del material contenido en este Informe para fines comerciales o no comerciales, citando en todo caso la fuente de los materiales utilizados.

Para más información:
Jordi Sevilla
Vicepresidente de Contexto Económico
LLORENTE & CUENCA
T.: +34 91 563 77 22
Lagasca, 88 - planta 3. 28001 Madrid
jsevilla@llorenteycuenca.com