GRECIA

La vuelta del exilio

Madrid: 26 de mayo de 2014

CESCE
El valor del crédito

LA VUELTA DEL EXILIO

Tras seis años de recesión, Grecia ha vuelto a los mercados. La buena acogida de las dos emisiones de bonos en abril y mayo ha sido celebrada por las autoridades helenas y europeas como reflejo del retorno de la confianza en el país. La vuelta a la financiación internacional supone, sin duda, un balón de oxígeno que podría permitir el cumplimiento de las obligaciones financieras sin necesidad de recurrir a nuevos paquetes de ayuda de la Troika. No obstante, es prematuro afirmar que el país heleno haya superado la crisis y goce de una adecuada solvencia. Su elevadísima tasa de paro, el creciente endeudamiento público y el anémico crecimiento previsto para 2014 no serán ignorados indefinidamente por los inversores, quienes, hambrientos de rentabilidad y reacios a mantener posiciones en los países emergentes, parecen confiar en que los bonos griegos contarán en todo caso con el respaldo europeo.

Según los últimos datos publicados por la oficina estadística griega, en 2013 la economía se contrajo un -3,85%. Se trata del sexto año consecutivo de recesión, con una contracción acumulada del PIB del 23,7% durante este periodo. Los datos de empleo no son nada esperanzadores tampoco: Grecia se sitúa entre los máximos europeos de desempleo, con tasas del orden del 27%, que son más del doble de la media de la eurozona. El modelo económico griego, además, genera un problema de déficit público estructural debido a la insuficiente recaudación, la elevada evasión fiscal, los altos niveles de gasto y la ineficiente gestión de los recursos.

	2012	2013	2014
Tasa de crec del PIB	-6,98	-3,86	0,60
Inflación, Final periodo	0,80	-1,71	-0,04
Tasa de desempleo	24,24	27,25	26,26
Deficit público (% PIB)	-8,90	-12,70	n.d
Deficit público primario (% PIB) *	-3,90	-8,70	n.d
Deuda pública (% PIB)	157,19	173,81	174,70
Deficit por cc (% PIB)	-2,39	0,68	0,90

(*) Déficit primario definido como el déficit total excluidos los gastos de intereses de acuerdo a la metodología del Procedimiento de Déficit Excesivo que impone el Tratado de Maastricht (sistema ESA95) y que difiere de la metodología del Programa de Ajuste Económico.

El presupuesto para 2014, aprobado el pasado mes de diciembre, parte de una previsión de crecimiento del 0,6% para 2014, lo que dada la evolución reciente de la economía es, cuanto menos, optimista. Contempla para 2014 una mayor reducción del gasto (de 44.800 mill.€ a 41.900 mill.€) y un aumento de los ingresos (de 47.300 millones a 49.600 mill.€). Este presupuesto no contó con el apoyo de la troika (Comisión Europea, Banco Central Europeo y Fondo Monetario Internacional), quien consideró que las necesidades reales de financiación eran superiores a lo que estimaba el Gobierno y por eso reclamó medidas de ajuste adicionales.

El déficit fiscal constituye una de las claves de la situación económica actual. Grecia ha vuelto a acaparar la atención internacional tras anunciar las autoridades que 2013 cerró con un superávit primario (sin contar el pago de intereses por la deuda) de 1.500 mill.€, equivalente al 0,8% del PIB. Se trata de un dato muy relevante, ya que es el primer excedente fiscal que presenta el país en muchos años, pero, sobre todo, porque lograrlo era la principal condición que exigía la troika para conceder un tercer rescate al país heleno, cuya negociación ya se ha iniciado. Sin embargo, la cifra en cuestión ha generado una intensa polémica en los últimos días, arrojando muchas más dudas que certezas sobre su credibilidad. La oficina estadística de la UE, Eurostat, publicó el pasado 23 de abril los datos oficiales de déficit y deuda de los 28 países miembros correspondientes al pasado ejercicio. En el caso de Grecia, el agujero fiscal ascendió a un total de 23.109 mill.€ (-12,7% del PIB) y la deuda subió a 318.703 millones (175,1%), muy por encima de los datos de 2012 (-8,9% y 157,2%, respectivamente). Lo más sorprendente es que el superávit primario oficial del 0,8% del PIB cuenta con el aval de la troika. Así, el mismo miércoles en que Eurostat publicó sus cifras y Atenas emitió su comunicado, el portavoz de la Comisión Europea, Simon O'Connor, confirmó que, efectivamente, Grecia presentó un "superávit de 1.500 mill.€, el 0,8% de su PIB, en 2013". La pregunta es obvia: ¿Cómo se pasa de un déficit total del 12,7% a un superávit primario del 0,8%?

O'Connor explicó la particular fórmula: restando el pago de intereses de la deuda (-4% del PIB) y el rescate bancario (-10,8%), y sumando ciertas partidas extraordinarias como, por ejemplo, las transferencias de los Estados miembros a Grecia correspondientes a los beneficios proporcionados por los bonos griegos en manos de bancos centrales del eurosistema, tal y como refleja el siguiente cuadro:

Table 2. Bridge table from ESA General Government Balance to Programme Primary Balance Definition

	2013 (bn EUR)	2013 (% of GDP)
ESA General government balance	**-23.1**	**-12.7%**
(+) EDP interest expense	7.2	4.0%
ESA primary balance	**-15.9**	**-8.7%**
(+) Programme Adjustors	17.3	9.5%
(-) Privatization receipts	0.3	0.2%
(+) Operations related to banking support	19.7	10.8%
(+) Cost of clearing pre-October 2012 tax refunds	0.5	0.3%
(+) Adjustment in accounting treatment of PPC property tax	0.4	0.2%
(-) ANFA & SMP transfers	2.7	1.5%
(-) Greek Loan Facility (GLF) cost reduction	0.3	0.2%
Programme primary balance	**1.5**	**0.8%**

Source: European Commission services

La clave de toda la polémica es que se trata de un cálculo ad hoc, elaborado de forma específica por la troika y Atenas según su particular metodología. Es decir, el superávit primario de Grecia se obtiene mediante una contabilidad que sólo se ha aplicado al caso heleno y que, por tanto, no es comparable con el resto de países de la UE. Las cuentas públicas de Grecia, por tanto, siguen arrojando muchas sombras acerca de su veracidad. La novedad, sin embargo, es que ahora las dudas se han extendido incluso a las cifras que avala la troika.

Peor aún, más allá de la utilización o no de una metodología específica, también han surgido dudas acerca de los datos remitidos por Grecia a Eurostat (es decir, acerca del -12,7% del PIB de déficit público de partida). Al parecer (según afirma un conocido economista griego, Yanis Varoufakis), Atenas habría contabilizado en la partida de ingresos unos 5.400 millones de euros que, en realidad, proceden del rescate soberano facilitado por la troika. De este modo, en lugar de contar ese dinero como un pasivo (deuda), lo incluye como un activo (ingreso). En concreto, las autoridades helenas han aflorado, de forma imprevista, superávit por valor de 700 millones de euros en las cuentas de la Administración Local y otros 4.700 millones en la Seguridad Social (pensiones públicas), a pesar de que ambos epígrafes presentaban abultados números rojos un año antes. La razón estriba en que el Estado griego “aparcó” en ambas cuentas parte de los fondos inyectados por Europa durante 2013, contabilizándolo como un ingreso, algo que confirman las propias autoridades helenas. La idea de que las autoridades locales y la Seguridad Social cuenten con más de 5.000 millones extra en activos es "completamente ridícula", según Varoufakis.

Como ya se ha dicho, la presentación de superávit primario era la condición clave que había fijado el Eurogrupo para empezar a negociar un tercer rescate y, por tanto, más medidas para aliviar la deuda helena, tales como una nueva rebaja de los intereses, la ampliación de los plazos de vencimiento e incluso nuevas quitas. Así pues, el conseguir dicho excedente permite ganar tiempo a Bruselas y a Atenas para llegar a un acuerdo, evitando con ello tensiones financieras indeseadas. A su vez, permite celebrar los éxitos de una política de estricta austeridad y elevadísimos costes sociales que ha sido duramente criticada.

El pasado 1 de abril la troika, tras siete meses de duras negociaciones con el Gobierno de Atenas, aprobó la entrega de 8.300 mill. €, que se recibirán en tres partes: la primera, 6.300 mill.€, a finales de abril. Posteriormente se desembolsarán 1.000 mill.€ en junio y otros 1.000 mill.€ en julio, siempre que se cumplan los compromisos acordados. Se trata de un acuerdo in extremis, ultimado para permitir afrontar los compromisos de pago en mayo, si bien en agosto tiene que afrontar otro compromiso de pago superior a los 6.000 mill.€. El presidente del Eurogrupo, el ministro de Economía holandés Jeroen Dijsselbloem, ha advertido que aún es "demasiado pronto" para hablar de la salida del programa. El retraso en la concesión de estos tramos se debe al incumplimiento de la condicionalidad exigida por la troika, constatada en visitas previas al país. Para poder acceder a este tramo de financiación Grecia ha asumido nuevos compromisos, que incluyen medidas estructurales y de ajuste que van más allá del paquete legislativo que apenas unos días antes había aprobado el parlamento griego en medio de grandes disputas, algunas defecciones de los diputados de la coalición gobernante y fuertes protestas en la calle. Esas normas se empaquetaron en una ley ómnibus e incluían polémicas medidas de liberalización de sectores como el de la leche o las farmacias.

En medio de este panorama, la vuelta de Grecia a los mercados de capitales se ha celebrado en algunos medios como un punto de inflexión en el devenir griego. El pasado 10 de abril, el gobierno heleno logró colocar 3.000 mill.€ en bonos a cinco años a menos del 5% de interés, en una operación que tuvo una demanda inmensa, de 20.000 millones. Gracias al efecto de los dos rescates financieros y de los canjes de deuda, el país ha logrado acceso a una 'nueva' vía de financiación. La espectacular demanda, además, ha abaratado sustancialmente los costes de emisión: el Gobierno de Atenas había avanzado que consideraba un éxito colocar los bonos por debajo del 5,3% de interés y el precio se ha desinflado por debajo incluso del umbral del 5%, al quedar fijado en el 4,95%. El contexto de 'tipos cero' y de rentabilidades históricamente bajas en la deuda soberana ha favorecido el regreso de Grecia al mercado de deuda. Esta emisión se ha realizado con el asesoramiento de un pool de bancos internacionales, los cuales se ocuparon de sondear a los potenciales inversores para conocer sus preferencias en materia de tasas, así como los montos que estaban dispuestos a aceptar. El 6 de mayo realizó una segunda colocación de 1.300 mill.€ en deuda a 26 semanas, por encima del objetivo previsto de 1.000 mill.€, a un interés del 2,7%.

Esta vuelta a los mercados tiene, sin embargo, una segunda lectura no tan positiva: el comportamiento del BCE en los últimos años ha generado un riesgo moral colosal, por cuanto la promesa de liquidez aparentemente infinita y la percepción de que no se puede permitir que casi nada quiebre ha llevado a los inversionistas a ignorar los riesgos y perseguir solo la rentabilidad. Los que están participando en la nueva emisión de Grecia alegarán, sin duda, el superávit primario de Grecia como uno de los principales motivos para hacerlo pero, junto a la dudosa credibilidad de las cifras, no debe olvidarse que el FMI prevé que el ratio de deuda pública bruta sobre el PIB a finales de 2015 superará el 170%, y esta cifra se basa en lo que, nuevamente, parecen ser asunciones de crecimiento bastante heroicas.

Además, afirmar que la vuelta a los mercados descarta la necesidad de nuevos fondos de la troika es, cuanto menos, optimista, teniendo en cuenta que el interés al que se han colocado estos bonos, aun siendo más bajo de lo previsto, está muy por encima del coste al que le presta la troika (un 5%, frente a un coste de la ayuda oficial entre el 2% y el 3%). Si Grecia opta por cambiar la financiación oficial por financiación del mercado, el coste sube y, con ello, se deteriora el perfil fiscal de la Hacienda griega. El FMI calcula que las necesidades de financiación de Grecia para este año ascienden al 15,8% del PIB y que solo los intereses de la deuda suponen el 5% del PIB y el 11% de los ingresos totales del Estado. Todo con una deuda pública muy lejos del 120% del PIB que el Fondo ha marcado como referencia para la sostenibilidad.

Así pues, la vuelta a los mercados supone un balón de oxígeno para un país que sufre claras tensiones de liquidez, pero en modo alguno se puede concluir que no será necesario acudir a un tercer rescate. Disponer de liquidez no es sinónimo ni implica solvencia y la solvencia de Grecia (país que ya ha sido rescatado en dos ocasiones) es, cuanto menos, cuestionable.

Table 2
Principal Repayments Due to Bondholders and the IMF in 2014
€ billion

	ECB/NCBs	Banks[1]	IMF	Total
Jan	1.85			1.85
Feb			0.70	0.70
Mar			0.63	0.63
Apr				0.00
May	6.43	2.98	0.70	10.11
Jun			1.16	1.16
Jul	0.03			0.03
Aug	3.96	1.50	0.70	6.16
Sep			1.16	1.16
Oct			0.42	0.42
Nov			0.70	0.70
Dec			1.16	1.16
Total	12.3	4.5	7.4	24.1

[1] Pillar 1 Bonds refinanced with the Eurosystem

© CESCE, S.A. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial, la distribución o comunicación pública de este documento, así como la edición de todo o parte de su contenido a través de cualquier proceso reprográfico, electrónico u otros sin autorización previa y expresa de su titular. La información contenida en este documento refleja exclusivamente comentarios y apreciaciones propias de esta Compañía, por lo que CESCE declina cualquier tipo y grado de responsabilidad por el uso incorrecto o indebido de dicha información.