

## FOCUS · Grècia: la història interminable

El proper 20 d'agost, Grècia finalitzarà el tercer programa d'assistència financera des del 2010. Finalment, sembla que l'economia hel·lena es troba en una posició molt més sòlida. En particular, Grècia va anotar de nou taxes de creixement positives el 2017, i s'espera que mantingui un ritme d'avanç al voltant del 2% en els dos propers anys. També cal destacar que el saldo fiscal primari es manté a la vora del 4,0% del PIB des del 2016, un dels nivells més alts de la UE.

Malgrat això, es qüestiona la sostenibilitat financera del sector públic grec. En particular, el deute públic grec se situa en nivells molt elevats, propers al 180% del PIB. I, tot i que l'FMI i la Comissió Europea preveuen que el deute pot mantenir una trajectòria gradual a la baixa fins a situar-se per sota del 150% del PIB el 2030, aquesta previsió es basa en uns supòsits difícilment realitzables.<sup>1</sup> Com ho mostra el primer gràfic, davant escenaris econòmics menys positius, el deute no baixa i, fins i tot, augmenta.

Aquesta situació segurament seria insostenible si no fos perquè la major part del deute és a llarg termini, i això permet que les necessitats de finançament<sup>2</sup> siguin contingudes en els propers anys. En concret, gairebé el 70% del deute grec –l'equivalent al 128% del PIB hel·lè– està constituït per préstecs a molt llarg termini concedits per creditors «oficials» a uns tipus d'interès molt inferiors als del mercat.<sup>3</sup> Així mateix, el deute en mans dels inversors privats, que representa al voltant del 15% del total (i el 28,7% del PIB), té un venciment mitjà relativament ampli, de 12 anys.<sup>4</sup>

No obstant això, d'aquí a 10 anys, fins i tot en un escenari en què Grècia mantingui un creixement econòmic sòlid i una política fiscal prudent, les necessitats de finançament augmentaran ràpidament i se situaran per damunt del 20% del PIB, llindar a partir del qual l'FMI considera que s'entra en zona de risc elevat. A més a més, el cost de refinançar el deute augmentarà de forma notable, ja que és probable que els tipus d'interès de mercat siguin molt superiors als dels préstecs «oficials».

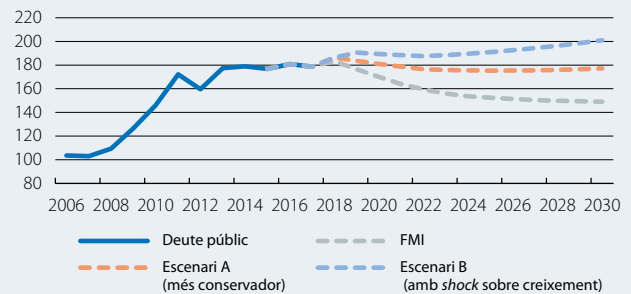
Conscients d'això, els països de la zona de l'euro s'han compromès a implementar mesures d'alleujament del deute, com una nova extensió del venciment mitjà dels préstecs i un ajornament dels períodes d'amortització. Segons l'FMI, però, el reajustament ha de ser molt rellevant per assegurar que les necessitats de finançament es mantinguin per sota del llindar de sostenibilitat (vegeu el

1. Com el de mantenir un superàvit primari del 3,5% del PIB fins al 2022 i de l'1,5% entre el 2023 i el 2030 i que el creixement nominal arribi al 3,1% anual de mitjana fins al 2030.
2. Per a cada any, suma de les noves necessitats d'endeutament del Govern (dèficit primari i pagament d'interessos) i de la part del deute que venç cada any.
3. L'FMI, el MEDE, el FEEF i el *greek loan facility*. El venciment mitjà d'aquests préstecs és de 23 anys.
4. La resta del deute està en mans del BCE (el 4,6%) o són operacions a curt termini, com lletres del Tresor (el 4,2%) i repos (el 6,6%).

segon gràfic). En aquesta conjuntura, l'Eurogrup estudia el disseny d'un mecanisme que, de manera automàtica, vinculi els reemborsaments del deute al bon funcionament de l'economia grega. És a dir, si Grècia creix menys del que s'espera, es podria allargar el venciment mitjà o ajornar els pagaments del principal i dels interessos.

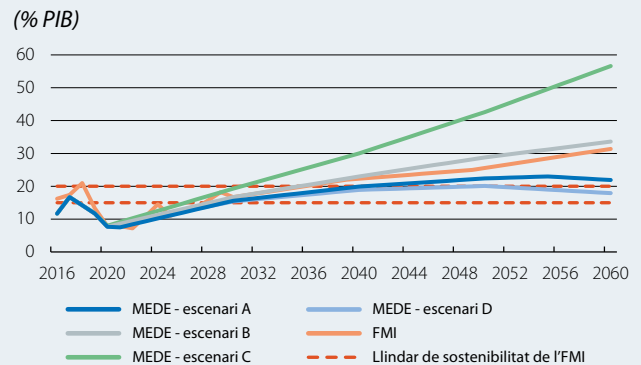
Certament, aquest mecanisme, en reduir la quantitat de deute que cal renovar en anys amb perspectives menys favorables, contribuiria a reduir el risc de refinançament. No obstant això, també podria relaxar els incentius per continuar implementant reformes i per mantenir els comptes públics sanejats. Com ja s'està apuntant, és imprescindible que aquest procediment vagi acompanyat d'instruments que permetin continuar monitoritzant la política econòmica i fiscal que s'implementa al país hel·lè. Això assegura que Grècia continuarà sent una font de debat en els propers anys, malgrat que ja no estigui sota un programa d'ajuda financera.

### Grècia: deute públic en diferents escenaris (% del PIB)



**Nota:** L'escenari de l'FMI assumeix un creixement nominal del 3,1% anual de mitjana fins al 2030 i un superàvit primari del 3,5% del PIB fins al 2022 i de l'1,5% entre el 2023 i el 2030. L'escenari A assumeix un creixement nominal del 2,0% anual i un superàvit primari de l'1,0% del PIB fins al 2030. Per al 2019, l'escenari B assumeix un creixement negatiu de l'1,0% i un dèficit primari del 0,5% del PIB i, per als anys posteriors, un creixement nominal de l'1,5% anual i un superàvit primari del 0,5% del PIB.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI i del MEDE.

### Grècia: necessitats brutes de finançament en diferents escenaris (% PIB)



**Nota:** L'escenari de l'FMI inclou les mesures acordades per l'Eurogrup al maig del 2016 i al juny del 2017. Escenaris MEDE: (A) base, amb creixement nominal del 3,25% anual de mitjana i superàvit fiscal del 3,5% fins al 2022 i del 2,2% a llarg termini; (B) i (C) més conservadors, amb menys creixement econòmic i superàvit primari, i (D) més creixement econòmic (el 3,5% anual de mitjana) i millor funcionament fiscal (superàvit primari del 2,3% del PIB entre el 2023 i el 2060).  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI i del MEDE.