

FOCUS · Grecia: la historia interminable

El próximo 20 de agosto, Grecia finalizará su tercer programa de asistencia financiera desde 2010. Finalmente, la economía helena parece que se encuentra en una posición mucho más sólida. En particular, Grecia volvió a anotar tasas de crecimiento positivas en 2017 y se espera que mantenga un ritmo de avance alrededor del 2% en los próximos dos años. También es destacable que el saldo fiscal primario se mantiene cerca del 4,0% del PIB desde 2016, uno de los niveles más altos de la UE.

A pesar de ello, la sostenibilidad financiera del sector público griego se mantiene en entredicho. En particular, la deuda pública griega se sitúa en niveles muy elevados, cercanos al 180% del PIB. Y, aunque el FMI y la Comisión Europea prevén que la deuda puede mantener una trayectoria gradual a la baja hasta situarse por debajo del 150% del PIB en 2030, esta previsión se sustenta en unos supuestos difícilmente realizables.¹ Como muestra el primer gráfico, ante escenarios económicos menos positivos, la deuda no desciende e incluso aumenta.

Esta situación seguramente sería insostenible si no fuera porque la mayor parte de la deuda es a largo plazo, y ello permite que las necesidades de financiación² sean contenidas en los próximos años. Concretamente, cerca del 70% de la deuda griega –el equivalente al 128% del PIB heleno– está constituida por préstamos a muy largo plazo concedidos por acreedores «oficiales» a unos tipos de interés muy inferiores a los del mercado.³ Asimismo, la deuda en manos de inversores privados, que representa alrededor del 15% del total (y el 28,7% del PIB), tiene un vencimiento medio relativamente amplio, de 12 años.⁴

Sin embargo, dentro de 10 años, incluso en un escenario en el que Grecia mantenga un crecimiento económico sólido y una política fiscal prudente, las necesidades de financiación aumentarán rápidamente y se situarán por encima del 20% del PIB, umbral a partir del cual el FMI considera que se entra en zona de riesgo elevado. Además, el coste de refinar la deuda aumentará de forma notable, dado que es de esperar que los tipos de interés de mercado sean muy superiores a los de los préstamos «oficiales».

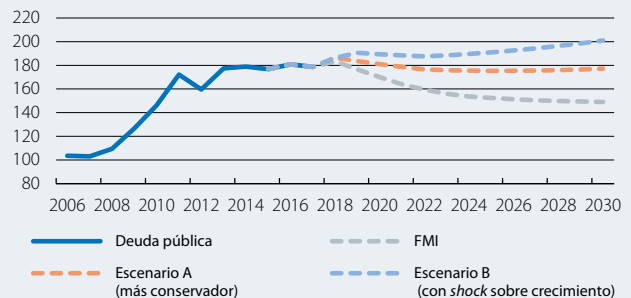
Conscientes de ello, los países de la eurozona se han comprometido a implementar medidas de alivio de la deuda, como una nueva extensión del vencimiento medio de los préstamos y un aplazamiento de los periodos de amortización. Según el FMI, no obstante, el reajuste debe ser muy relevante para asegurar que las necesidades de financiación se mantendrán por debajo del umbral de sostenibili-

1. Como el de mantener un superávit primario del 3,5% del PIB hasta 2022 y del 1,5% entre 2023 y 2030, y que el crecimiento nominal alcance el 3,1% anual en promedio hasta 2030.
2. Para cada año, suma de las nuevas necesidades de endeudamiento del Gobierno (déficit primario y pago de intereses) y de la parte de la deuda que vence en ese año.
3. FMI, MEDE, FEEF y el *greek loan facility*. El vencimiento promedio de estos préstamos es de 23 años.
4. El resto de la deuda está en manos del BCE (4,6%) o constituyen operaciones a corto plazo, como letras del Tesoro (4,2%) y *repos* (6,6%).

dad (véase el segundo gráfico). En esta coyuntura, el Eurogrupo está estudiando el diseño de un mecanismo que de manera automática vincule los reembolsos de deuda al desempeño de la economía griega. Es decir, si Grecia creciera menos de lo esperado, se podría alargar el vencimiento medio o retrasar los pagos del principal e intereses.

Ciertamente, este mecanismo, al reducir la cantidad de deuda a renovar en años con perspectivas menos favorables, contribuiría a reducir el riesgo de refinanciación. No obstante, también podría relajar los incentivos por seguir implementando reformas y por mantener las cuentas públicas saneadas. Como ya se está apuntando, sería imprescindible que este procedimiento fuera acompañado de instrumentos que permitan seguir monitorizando la política económica y fiscal que se implementa en el país heleno. Ello asegura que Grecia seguirá siendo una fuente de debate en los próximos años, aunque ya no esté bajo un programa de ayuda financiera.

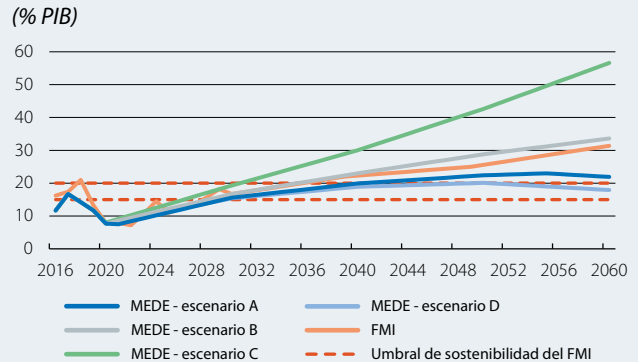
Grecia: deuda pública en distintos escenarios (% del PIB)



Nota: El escenario del FMI asume un crecimiento nominal del 3,1% anual en promedio hasta 2030 y un superávit primario del 3,5% del PIB hasta 2022, y del 1,5% entre 2023 y 2030. El escenario A asume un crecimiento nominal del 2,0% anual y un superávit primario del 1,0% del PIB hasta 2030. El escenario B asume, para 2019, un crecimiento negativo del 1,0% y un déficit primario del 0,5% del PIB, y para los años posteriores un crecimiento nominal del 1,5% anual y un superávit primario del 0,5% del PIB.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI y MEDE.

Grecia: necesidades brutas de financiación en distintos escenarios (% PIB)



Nota: El escenario del FMI incluye las medidas acordadas en el Eurogrupo de mayo de 2016 y junio de 2017. Escenarios MEDE: (A) base, con crecimiento nominal del 3,25% anual en promedio y superávit fiscal del 3,5% hasta 2022 y del 2,2% a largo plazo; (B) y (C) más conservadores, con menor crecimiento económico y superávit primario, y (D) mayor crecimiento económico (3,5% anual en promedio) y mejor desempeño fiscal (superávit primario del 2,3% del PIB entre 2023 y 2060).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI y MEDE.