

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Agosto 4 de 2011

Reestructuración de la deuda griega: un Plan Brady 20 años-añejo

La reciente reestructuración de la deuda de Grecia parece y sabe como a un Whisky-Añejo, que el mercado financiero mundial está aprendiendo a degustar. Desde hace cerca de un año una buena parte de los analistas internacionales venía advirtiendo que Grecia, aun con planes de ajuste, era inviable financieramente hablando.

Pues bien, después de tres meses de recrudescimiento de su crisis fiscal-financiera (mayo-julio de 2011), la Unión Europea y el FMI tuvieron que armar otro generoso paquete (US\$157.000 millones) de refinanciamiento para Grecia, sólo que esta vez se tuvo que abrir la ventana a la “reestructuración-voluntaria”, planteada en Viena y repudiada por el Banco Central Europeo (BCE) hasta el último momento. La coyuntura de rebaja de calificaciones a la periferia y el nuevo contagio sobre España e Italia hacían inminente esta solución (ver *Comentario Económico del día* 28 de junio de 2011), dejando claro que las nuevas reglas del fondo de emergencia europeo (EFSF) no daban espera hasta el 2013 (como se planteó en junio del 2010).

Los puntos de fondo de esta reestructuración tienen que ver con: i) un recorte cercano al 20% en el valor presente neto (VPN) de los bonos privados; ii) techos en las tasas de interés a niveles cercanos al 3.5%, conteniendo los exagerados spreads; iii) extensión de los plazos a 10-15 años, con períodos muertos hasta de 10 años. Esto significa que se aprendió rápidamente que la solución Baker (extender plazos) planteada para América Latina (1982-1989) no funcionaría y se recurrió a la solución Brady (*haircuts* y extensión de plazos), la cual sacó finalmente a la región de su “década perdida”.

En esta ocasión el intercambio de deuda privada por garantía pública contará con el respaldo de la zona europea (vía EFSF), en vez de ser el FED, quien respaldó entonces los bonos Brady (ver cuadro 1). El principio utilizado fue el mismo: forzar pérdidas inmediatas sobre el sector privado (*haircuts*) si querían garantías acotadas hacia el futuro. Así, los riesgos de futuros deterioros quedarán en cabeza de entidades públicas (el EFSF, el FMI y el BCE).

En particular, los tenedores privados de deuda griega recibieron cuatro opciones. Bajo las 2 primeras, recibirían papeles a 30 años garantizados (bonos AAA a 30 años), con tasas de interés del 4.5% (ver

Continúa

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

cuadro 2). Bajo la tercera opción, verían recortado el principal en un 20%, pero ofrecerían tasas de interés superiores (6.4%). La última opción tendría menor plazo (15 años), castigando un 20%, pero con garantías de sólo un 40%. Si la participación del sector privado fuera del 90%, se ha estimado que el *haircut* en el VPN de la deuda privada sería de un 21%, equivalente a un sacrificio de €37.000 millones, (US\$52.900 millones) durante 2011-14.

La novedad consiste en que bajo la era Brady no existía el “mark-to-market”, luego no hubo segundas oleadas financieras resultantes de dicho arreglo. En esta ocasión sí están ocurriendo. En primer lugar, hemos visto cómo las calificadoras catalogaron dicho arreglo de Grecia como una “cesación selectiva de pagos”. Esto ha implicado que algunos bancos privados tenedores de dicha deuda hayan recibido ya un coletazo por cuenta de dicha reducción en su calificación. Ello pronto puede terminar en “llamados” a provisionar dichas deudas y a posteriores recapitalizaciones, inicialmente estimadas en unos €20.000 millones (US\$28.600 millones). Si bien se habla que el propio EFSF podría ayudar en esta tarea, se estima que dicho fondo se estaría quedando corto de recursos para sus nuevas tareas.

Todo lo anterior deja claro que, por el momento, se ha contenido el riesgo de la “periferia”, pues Irlanda y Portugal tendrán acceso a condiciones similares a las de Grecia. Pero ello también implica que no existe “munición remanente” para eventuales ayudas a España e Italia, los que claramente tienen un gran potencial de riesgo sistémico global. Más aún, proyecciones optimistas hablan de niveles de deuda en Grecia estabilizándose hacia el actual 150% del PIB en los años siguientes, reduciéndose a 130%-120% sólo al final de la década. Ello a pesar de las ayudas dadas. Pocos hablan de reducciones hacia el 100% del PIB, luego esta grave crisis fiscal aún no llega a su fin. ¿Se justifica entonces abrir otra botella del Añejo-Brady para celebrar el salvataje de Grecia?

