

## El gobierno griego lleva la situación al límite

El optimismo de la pasada semana sobre que el acuerdo entre Grecia y sus acreedores era inminente ha demostrado ser erróneo. La ruptura de negociaciones el pasado sábado y el agotamiento de los plazos sitúan a UEM y, sobre todo, a Grecia en una situación extraordinariamente incierta, que generará mucha volatilidad en los mercados durante los próximos días.

- La convocatoria de un referéndum sobre la propuesta de UEM para el próximo domingo por parte del gobierno griego y su defensa del NO se interpreta como una ruptura unilateral de las negociaciones. Con este órdago, el gobierno griego busca reforzar la unidad de su coalición y una posición de fuerza que posibilite una mejora de las condiciones por parte de UEM para, posteriormente, desconvocarlo o, en el caso de mantenerlo, defender el Sí. Por el momento, se ha encontrado con la fuerte oposición de UEM, que ha decidido mantener las condiciones y no prorrogar el segundo plan de rescate, que finaliza el martes 30 y que cerraría la posibilidad de disponer de los fondos pendientes.
- Para complicarlo aún más, la propuesta de UEM también expira el martes. Por tanto, el referéndum sometería a votación algo que ya no estaría sobre la mesa, al menos teóricamente. En cualquier caso, dada la gravedad de la situación, **no es descartable que se realice algún movimiento de ultimísima hora, tanto por parte griega como por parte de UEM, que desbloquee la situación**. Hay que tener en cuenta que las diferencias entre ambas partes ya no eran muy importantes.
- **El BCE aprieta más, pero no ahoga**. La decisión del BCE este domingo de mantener abierta la línea de emergencia (ELA) para los bancos griegos en 89.000 millones de euros evita la quiebra inmediata del sistema financiero, pero deja al banco de Grecia sin margen para poder dar liquidez al sistema financiero ante la retirada masiva de fondos que se avecina. En consecuencia, **el gobierno griego se ha visto obligado a cerrar los bancos, al menos hasta el lunes 6 de julio, y a imponer controles de capitales**. Tampoco la bolsa griega abrirá durante la semana.
- **La situación a partir de ahora es excepcionalmente incierta**. El martes 30 de junio entraremos en una nueva fase de la crisis: vencerá la prórroga del segundo programa de rescate y el pago al FMI de casi 1.600 millones. No obstante, incluso si se impaga al FMI esto no supone, necesariamente, un punto de NO retorno en la crisis. **La clave será si, en caso de que no haya acuerdo, el BCE corta o no la ELA** ya esta semana o espera al resultado del referéndum (esto último parece lo más probable). **En el momento en que el BCE corte la ELA, la crisis entraría en una fase ya sin retorno**, dado que Grecia tendría que emitir otra forma de pago antes de reabrir los bancos. Por tanto, las entidades financieras griegas están cerradas, pero no está claro ni cuándo ni cómo abrirán. Esto dependerá de un acercamiento de última hora entre Grecia y sus acreedores, de la actitud del BCE o bien del resultado del referéndum que, en el caso de celebrarse, supondrá de facto un plebiscito para la permanencia de Grecia en UEM.
- **Se abren, fundamentalmente, los siguientes tres escenarios**.
  - **Escenario 1**. Finalmente, no hay más negociaciones, se celebra el referéndum y su resultado es NO (rechazo a las propuestas de UEM), lo más probable es que: (i) los

bancos sigan cerrados; (ii) el control de capitales se mantenga a largo plazo; (iii) Grecia emita una nueva forma de pago; (iv) Grecia impague a sus acreedores, incluido el BCE; y (iv) aumente, sustancialmente, la probabilidad de que Grecia termine dejando UEM.

- **Escenario 2.** Se llega a un acuerdo in extremis y el gobierno desconvoca el referéndum (poco probable) o defiende el Sí (más probable), lo que mejoraría la situación significativamente, aunque la incertidumbre seguiría siendo elevada.
    - Los bancos podrían volver a abrir, dado que el BCE mantendría y aumentaría la ELA, y la confianza en el sistema financiero se iría recuperando.
    - Los controles de capitales podrían ir retirándose gradualmente, pero no será fácil estimar los plazos, dado que ya se ha producido un daño en la confianza de los agentes que tardará en revertirse. El único antecedente existente en UEM de controles de capitales fue Chipre, que en marzo de 2013 los impuso para evitar la quiebra de su sistema bancario, mientras negociaba un plan de ayuda con la troika. Estos controles de capitales han estado vigentes hasta abril de este año, cuando se han eliminado completamente (empezaron a relajarse a comienzos de 2015). Otro ejemplo en Europa, aunque fuera de UEM, ha sido Islandia, donde los controles de capitales se impusieron en 2008 y se han retirado en junio de 2015.
    - UEM tendrá que encontrar alguna fórmula para financiar a corto plazo a Grecia. No puede impagar al BCE el 20 de julio (3.500 millones de euros).
    - UEM y Grecia tendrán que negociar en los próximos meses un nuevo programa completo de ayuda (incluiría, probablemente, algún tipo de reestructuración, clave para alcanzar una solución estable), que deberá aprobarse por todos los gobiernos de UEM, además de ratificarse por algún parlamento, como el alemán.
    - Lo más positivo es que habría estabilidad política, dado que el gobierno actual podría seguir liderando las negociaciones con los acreedores.
  - **Escenario 3.** Las negociaciones siguen interrumpidas, se celebra el referéndum y el resultado es Sí. La principal diferencia respecto al escenario 2 es que la situación política en Grecia tendría, probablemente, que cambiar. ¿Quién seguirá negociando con UEM? Hay que tener en cuenta que, salvo novedades de última hora, el gobierno actual defiende el NO. ¿Habrá nuevas elecciones o se creará un nuevo gobierno de unidad nacional? Esta inestabilidad política dificultaría el retorno de la confianza y una normalización rápida de la situación.
- En definitiva, UEM afronta un momento de gran incertidumbre, en la que está en juego la irreversibilidad de la Unión Monetaria, y es previsible que los mercados financieros muestren una excepcional volatilidad. Las dudas provocadas por los acontecimientos de este fin de semana está provocando un aumento de la aversión al riesgo de los inversores y un incremento de la volatilidad (el índice VDAX ya venía registrando una tendencia claramente alcista desde febrero, lo que contrasta con la estabilidad de la volatilidad en la renta variable estadounidense).
- Las bolsas europeas registran amplios recortes, entre el 3,5% y el 4%, siendo levemente superiores en las plazas de los países periféricos. El Ibex cae un 3,9%, situándose en los 10900 puntos, cerca del soporte relevante de los 10800, siendo el sector bancario el que mayores caídas está sufriendo.

- Llama la atención que el castigo en la deuda pública de España e Italia esté siendo de tan sólo de 16 pb, en términos de tir del bono a 10 años, y de 26 pb en el caso del portugués. Las declaraciones del BCE de que utilizará todas las herramientas en su mano para evitar un comportamiento “desordenado” por parte del mercado y el potencial que tiene su actual QE, en términos de flexibilidad, para aliviar la situación podrían explicar dicha sostenibilidad de la deuda pública periférica.
  - Es la deuda griega la que más está sufriendo, lógicamente, al repuntar 4 puntos porcentuales su tir a 10 años hasta el 14,8% (máximos desde 2012) y 14,7 p.p. hasta el 36% su tir a 2 años, lo que supone que cotiza una probabilidad de impago del 96%.
  - En este escenario, lo principales beneficiados han sido los bonos de los países centrales de UEM, cediendo la rentabilidad del bono alemán a 10 años algo más de 10 pb.
- La situación en Grecia ha sufrido un deterioro muy preocupante desde el viernes. No es descartable que **haya un acercamiento de última hora que permita un acuerdo y que el gobierno griego respalde el Sí, lo que favorecería que, posteriormente, sea ratificado en las urnas (Escenario 2)**. Sólo en este caso, la situación podría estabilizarse relativamente rápido y que la confianza retorne a los mercados financieros a corto plazo. **Sin embargo, la probabilidad de los escenarios más desfavorables ha aumentado de forma significativa.**

En caso de un escenario adverso, no se ha hecho público un plan de contingencia por parte de UEM, pero seguramente sería el BCE el que actuase como principal cortafuegos: su programa QE actual está dotado de suficiente flexibilidad y es previsible que, en caso de necesidad, lo amplíe. Si la situación se agravase, no puede descartarse alguna señal de carácter político que refuerce el compromiso de los países de UEM por avanzar en su integración, en línea con el reciente informe de los “cinco presidentes”.

*Este Informe tiene carácter meramente informativo y no se pretende, por medio de esta publicación, prestar servicios o asesorar en materia financiera, de inversiones, legal, fiscal o de otro tipo en ningún campo de nuestra actuación, por lo que dicha información no debe tomarse como base para realizar inversiones o tomar decisiones de inversión. La información utilizada para la elaboración del presente Informe ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, no garantizándose su exactitud o concreción. Queda prohibido reproducir, transmitir, modificar o suprimir la información sin previa autorización escrita de Bankia.*