

Grecia, el default y la salida del euro

Por Martín Kalos. Economista.

En marzo de 2010, Grecia reconoció un déficit fiscal del 13,1% del PBI en 2009. Pese al anuncio de un rescate del FMI y las naciones de la zona euro por USD 133.000 millones, en los días siguientes los seguros de riesgo y las tasas de interés que pagaba su deuda soberana se dispararon, mientras su calificación pasaba de “grado de inversión” a “no inversión”. Desde entonces, la situación se prolongó cada vez con mayor gravedad.

Grecia se encamina hoy hacia la cesación de pagos y la salida de la zona Euro. Si el Parlamento de Grecia no logra aprobar esta semana el ajuste por €28.000 millones que le exige el FMI y la Unión Europea, éstos no desembolsarán los €12.000 millones restantes del crédito otorgado en 2010. Sin esos fondos, el país no podrá pagar sus compromisos de deuda tan pronto como el 15 de julio; e incluso si lo lograra, necesitaría más y mayores préstamos para cumplir con sus vencimientos en los meses siguientes.

La gran mayoría de los analistas coincide en que Grecia deberá implementar alguna de las tres “D”: Deflación, Default o Devaluación. Pero no hay consenso sobre cuál de ellas es posible y menos inconveniente. El país helénico se encuentra hoy en un escenario que guarda similitudes con el de la Argentina de 2001, donde era un secreto a voces que la convertibilidad \$1 = USD1 no podía sostenerse mucho tiempo más –dada la reducción en la entrada de capitales, que había permitido sostener la convertibilidad hasta entonces-. También era evidente que la magnitud y estructura de la deuda la tornaban impagable.

Sin embargo, en este tipo de situaciones cualquier gobierno enfrenta un dilema: a menos que el país se encuentre en una grave crisis, ningún acreedor le avalará una quita en el monto de la deuda, una refinanciación para alargar los plazos, o una suspensión de pagos. Intentar estas medidas antes de la crisis, entonces, implica poner en riesgo la “seriedad” con la que el país es considerado y afectar su capacidad de endeudamiento futura. Por lo tanto, para cuando el país logra “convencer” a sus acreedores de la inevitabilidad de una renegociación de la deuda, la crisis ya se ha manifestado en toda su magnitud.

Este es el caso de Grecia hoy. Hasta que la crisis muestre toda su gravedad y “obligue” al gobierno helénico a adoptar el default y la devaluación (dos medidas que, por razones que exceden este artículo, deberían ir de la mano en este caso), se tiende a intentar paliar el problema por la vía de la deflación.

Deflación y prolongamiento de la crisis actual

Los salvatajes del FMI y la UE exigen como contrapartida un plan de ajuste: reformas administrativas, laborales y financieras; reducción del gasto público a través de menores sueldos y jubilaciones; y alzas impositivas (en tributos regresivos como el IVA). Estabilizar la deuda griega en su elevado nivel actual (140% del PBI a fines de 2010) implica buscar un superávit primario (esto es, antes del pago de la deuda) de alrededor del 9% del PBI. Según las estimaciones del FMI, esto contraería la actividad económica en cerca del 10% (tras caer 2,5% en 2009 y 4,5% en 2010) y elevaría el desempleo del 10% actual al 15% en 2013. Pero la recesión genera menor recaudación fiscal, lo cual dificulta la concreción del superávit buscado.

La receta es una variación sobre el tema de los planes de ajuste estructural del FMI en los '90: el ajuste fiscal induce una recesión, lo cual eleva el desempleo y reduce el salario real. Al caer los costos laborales, la producción se abarata y se recupera competitividad¹; los precios pueden caer (aunque no hay garantía de que esto ocurra). Al subir la tasa de ganancia, se reincentiva la inversión; a partir de allí, comenzaría la recuperación económica. En definitiva, el costo del ajuste cae sobre los trabajadores, sin garantía de que alguna vez el salario real y el empleo recuperen sus niveles actuales, ni de que se pueda compensar la reducción en la calidad de vida que experimentará el pueblo helénico hasta entonces. El anuncio de este ajuste desencadenó masivas protestas callejeras y (hasta el momento) cuatro huelgas generales, cuya represión generó la muerte de tres ciudadanos griegos.

Se habla también, como si fuera algo inevitable, de privatizar buena parte del patrimonio del Estado helénico, en forma acelerada y sin los necesarios estudios previos de factibilidad, impacto socioeconómico, y regulación.

Por último, se buscan nuevas fuentes de financiamiento para refinanciar la deuda soberana y brindar mayor solvencia a los bancos locales. Sin embargo, los “rescates” del FMI y la UE no solucionan el problema. Devengan tasas de interés de cerca del 5% anual, menores que las que puede obtener Grecia en el mercado abierto (que ronda el 20%) pero el doble de la que paga Alemania. Esto elevará la deuda griega aún más, de forma que a lo sumo estas medidas resultarían en posponer la crisis por algunos años.

Default

Existe también el temor de que un default implique pérdidas considerables para un todavía tambaleante sistema financiero europeo. Los principales acreedores griegos son bancos privados locales y de Alemania, Holanda y Francia². Estas pérdidas podrían generar un efecto dominó sobre el resto del sistema financiero, replicando una crisis como la que se desencadenó en 2007-2009 a raíz de la cesación de pagos de las hipotecas sub-prime.

Sin embargo, existen varias diferencias con aquella situación: para empezar, la deuda griega es la mitad de la que poseía Lehman Brothers al quebrar. Además los intrincados mecanismos de difusión del riesgo implementados por Lehman generaron que nadie supiese exactamente cuán expuesto estaba a su quiebra; mientras que el 70% de la deuda helénica está en manos de apenas 30 acreedores. Más aún, los bancos más expuestos son griegos; los bancos extranjeros más comprometidos son el BNP Paribas (francés, cuya tenencia de bonos griegos equivale al 9% de su reserva de capital), Dexia Group (belga, 20%), Commerzbank (alemán, 11%) y Société Générale (francés, 10%) – porcentajes elevados, pero que no tienen por qué generar quiebras bancarias.

De todas formas, el mercado de seguros de impago (que entró en crisis en 2007) nuevamente actuaría como el transmisor de las pérdidas de estos bancos a todas las demás entidades financieras. Por esto el BCE propone una “reestructuración voluntaria”, que permita a los bancos sincerar sus pérdidas de a poco (evitando una crisis generalizada del sistema) y buscando eludir nuevas

¹ La “competitividad” implica en este caso disputar mercados con sus socios comerciales (el resto de los países europeos) a través de menores precios de venta. De esta forma, lo que pueda ganar Grecia en exportaciones será también una reducción de la demanda para otras naciones del Viejo Continente.

² Estos países canalizaron sus ahorros de años recientes hacia Grecia, Irlanda, etc., que pagaban mayor interés, requerían cantidades ingentes de dinero para inversiones (y para alimentar sus burbujas especulativas) y brindaban la seguridad de pertenecer a la zona Euro (evitando el riesgo cambiario).

bajas en la calificación de la deuda soberana de los países europeos (cosa que sucedería si las agencias calificadoras entienden que Grecia entró en default).

Tampoco debe descartarse una cuestión cultural: la última cesación de pagos en Europa ocurrió en la década de 1930 (aunque el FMI debió asistir a Gran Bretaña en los '70 para evitar otra), y el fenómeno se encuentra relacionado en el imaginario colectivo con desmanejos en países subdesarrollados.

Devaluación

Grecia no es una economía relevante para sus socios: representa apenas el 2% del PBI conjunto de la Unión Europea. El mayor temor en el resto de Europa es el contagio: si un país de la propia zona Euro comienza a competirles por vía precio (a través de su salida del Euro y la instauración de un tipo de cambio devaluado), ¿por qué no buscarían hacer lo mismo países como España, Irlanda, Italia, Portugal o Bélgica?³ El tipo de cambio único se encuentra demasiado apreciado como para tornar competitivas a las economías con menor productividad; y a la vez, lo suficientemente depreciado como para que aumenten los costos en las economías más productivas.

Lo que está en juego, entonces, es un símbolo: la unidad monetaria de Europa. Una unidad que desde sus inicios se propuso fomentar el comercio entre sus miembros, pero que apeló a criterios equívocos para mostrar “un nivel adecuado de convergencia” entre economías con enormes diferencias en productividad y capacidad productiva.

³ Cada uno de estos países tiene características propias por las cuales se encuentran en crisis. Irlanda garantizó la deuda de sus bancos por completo, lo cual la obligó a nacionalizarlos y disparó su déficit fiscal al 30% de su PBI; además, sufre los efectos del estallido de su enorme burbuja inmobiliaria. Portugal arrastra problemas de productividad desde hace más de una década. Italia es el segundo país con mayor deuda en el mundo, aunque buena parte de ella es deuda interna. Bélgica no logra, desde hace un año, alcanzar los acuerdos políticos para formar un gobierno – lo cual imposibilita la adopción de medidas contra la crisis. España tiene una deuda (mayormente, externa) y situación fiscal holgadas (en relación al resto de Europa) aunque en deterioro, tiene problemas de competitividad y también siente el pinchazo de la gran burbuja inmobiliaria que había desarrollado en su territorio en años recientes.