

Mirando a Grecia en el Espejo Argentino

Por Domingo Cavallo¹

La comparación Grecia 2011 – Argentina 2001 ha sido analizada reiteradas veces desde el inicio de la crisis Griega. La analogía es particularmente popular entre quienes creen que Grecia debería abandonar el Euro como Argentina abandonó el Dólar en Enero de 2002. Ellos argumentan que al transformar todos los contratos existentes en Euros a Nuevos Dracmas, Grecia volvería a contar con “soberanía” monetaria y flexibilidad cambiaria.

La probabilidad de que esta opinión se convierta en una profecía auto-cumplida está aumentando rápidamente – y esto es a pesar del hecho de que es completamente indeseado por el pueblo de Grecia y muy peligroso para el resto de Europa.

La Crisis de Grecia es más difícil de manejar

La crisis griega es muchísimo más difícil de manejar que la crisis argentina de 2001.

- Grecia está mucho más endeudada que lo que estaba Argentina: Grecia tiene tres veces la razón deuda-PIB que lo que tenía Argentina.
- El déficit de cuenta corriente de Grecia es cinco veces mayor al argentino allá por 2001.
- EL problema de competitividad de Grecia es mucho más profundo dado que se debe a altos costos laborales unitarios y no a shocks externos como en el caso argentino (la devaluación del Real brasileño, la depreciación del Euro desde principios de 1999, y los niveles más bajos en los precios de las materias primas en muchas décadas).

Por el contrario, los costos laborales unitarios en Argentina habían decrecido gracias a las reformas estructurales durante los 90s que llevaron a un aumento muy rápido en la productividad del trabajo. Las exportaciones argentinas se habían estado expandiendo y continuaban creciendo a un intenso ritmo por aquel entonces, a pesar de que los precios de las exportaciones habían estado decreciendo durante los tres años previos. El argumento de la devaluación del Peso para estimular el crecimiento era aún más difícil que actualmente para Grecia.

¿Era la situación de Argentina más desesperada?

Se argumenta frecuentemente que la situación en Grecia no es tan desesperada como lo era para Argentina ya que, a diferencia de este último, Grecia cuenta con el BCE como un prestamista de última instancia. Sin embargo, dicho argumento no contempla el hecho de que el FMI por esos tiempos estuvo actuando –en la práctica- como un prestamista de última instancia para las economías emergentes.

Por ejemplo, en 1995 Argentina sobrellevó, en solo un año, un detenimiento repentino en los flujos de capitales (*sudden stop* en inglés) que sucedió a la Crisis del Tequila gracias al rápido

¹ Publicado por VoxEU el 15 de Julio de 2011.

apoyo del FMI (y la decisión argentina de profundizar las reformas estructurales, particularmente privatizar los bancos provinciales que habían estado financiando los déficits presupuestarios de las provincias).

El FMI ayudó, de la misma manera, en el principio de la crisis de 2001. El primer síntoma de la crisis de 2001 tuvo lugar en Noviembre de 2000 con un aumento en la tasa de los bonos soberanos y una primera corrida contra los depósitos de los bancos. Ese primer episodio fue sobrellevado mediante un programa del FMI. Dicho programa incluyó alguna participación privada como requirió el Director Ejecutivo del FMI por aquel entonces, Horst Kohler.

La Participación del sector privado en la crisis argentina

En esa etapa, la participación privada tomó la forma de un compromiso para una renovación (“rollover” en inglés) por parte de los bancos. Esto significó que los bancos que habían estado creando mercados para los bonos argentinos ayudaran a renovar la deuda del país, particularmente los bonos que vencían durante la implementación del programa de rescate.

Este programa –que recibió el sugestivo nombre de “Blindaje”- fue anunciado en Diciembre de 2000. Incluía objetivos fiscales para el primer trimestre de 2001; para Marzo estaba claro que Argentina no iba a lograr cumplir con los mismos. Las primeras señales respecto a la falta de realismo del programa generaron una segunda ola de retiro de depósitos de los bancos locales, y otro fuerte aumento en los diferenciales (“spreads” en inglés) en las tasas de interés. Como consecuencia, dos ministros de economía entraron y salieron en el correr de tres semanas.

Los paralelismos entre Grecia y Argentina

- La decisión europea tomada en Abril de 2010 de proveerle financiamiento a Grecia es semejante al programa argentino de Diciembre de 2000.

La gran diferencia fue que la decisión europea tomó varios meses, en vez de unas pocas semanas como tomó en Argentina.

- Posteriormente, los ministros de finanzas europeos finalmente aceptaron el involucramiento del FMI, y aprobaron un mayor programa sujeto a un condicionamiento estructural en materia fiscal más claro y estricto.
- Al igual que en el caso argentino, en poco tiempo se volvió evidente que Grecia no cumpliría con los objetivos fiscales

Los eventos en Grecia lucían igual que los de Argentina, sólo que en cámara lenta, ya que los acreedores por un tiempo esperaban que, al final, Europa no le iba a soltar la mano a Grecia.

En Argentina, cuando yo acepté ser el nuevo ministro de economía y el Congreso utilizó un procedimiento de urgencia para votar una ley que le daba al presidente mayores poderes para implementar reformas fiscales y estructurales, la situación pareció volver a estabilizarse. Se pudo restaurar el programa del FMI con compromisos similares a los del “Blindaje”, y el organismo

concedió una exención respecto a los objetivos para el primer trimestre que no habían sido logrados.

La opción del default comienza a ser mencionada

Mientras se negociaba esta “restauración del programa”, Alan Meltzer y Charles Calomiris propusieron que Argentina declarara el default sobre su deuda y que el FMI anunciara un programa de recompra de dicha deuda al 60% de su valor nominal. Esta propuesta fue hecha en un artículo que titularon “Argentina no puede pagar lo que debe” (“Argentina cannot pay what it owes” en inglés). Inmediatamente yo le pregunté al FMI si la idea de Meltzer y Calomiris era practicable y si sería considerada como la participación del sector privado que Kohler estaba pidiendo. (Kehler resultó ser el presidente de Alemania durante 2004-2010). La respuesta del FMI fue tan negativa como rotunda – esto no era lo que el Director Gerente Kohler estaba pidiendo como involucramiento del sector privado.

En cambio, para restaurar el programa, el FMI aceptó la visión de que el involucramiento del sector privado debía tomar la forma de un canje voluntario de los bonos. Esto buscaba liberar los próximos años de la pesada carga que implicaba pagar la deuda, extendiendo la madurez de la deuda y capitalizando el pago de intereses. Aunque este “Mega-canje”, como fue nombrado, logró renovar alrededor de la mitad de los bonos que Argentina había emitido desde mediados de los 90s, el mercado de mantuvo calmo solamente durante un mes más.

Para los inicios de Julio estaba claro que Argentina había logrado los objetivos fiscales acordados en el marco del programa del FMI. Sin embargo, los problemas emergieron desde otra dirección.

Nuevos e inesperados problemas

Asustados por rumores de que las provincias podrían dejar de hacer frente a los compromisos de sus deudas, los depositantes argentinos empezaron a sacar su dinero de los bancos que le habían hecho grandes préstamos a las provincias. Para enfrentar con esta resurrección de la crisis bancaria volví a acudir al FMI. El objetivo era conseguir dinero adicional para engrosar las reservas del banco central.

A cambio, el FMI requirió medidas fiscales alternativas. El gobierno federal fue exitoso en conseguir el apoyo de los congresistas y gobernadores para aprobar la “Ley del Déficit Cero”. Esta ley le otorgaba al gobierno la potestad para recortar salarios públicos y pensiones lo que fuese necesario para balancear las cuentas fiscales. La oposición, e inclusive aquellos y congresistas que habían votado la “Ley del Déficit Cero” empezaron una campaña en contra del gobierno federal. Argumentaron que la extrema austeridad sólo tenía como objetivo financiar los compromisos de la deuda – el pago de intereses extremadamente altos a banqueros y otros acreedores.

La idea de la reestructuración de la deuda entra en escena

- Mientras esto se desarrollaba, el Secretario del Tesoro de los EEUU, Paul O'Neal, fue convencido por Allan Meltzer y otros asesores de que "Argentina no podía pagar lo que debía". Él empezó a consultar con banqueros de Wall Street sobre la posibilidad de "reestructurar la deuda argentina".

Muchos en Argentina y el exterior comenzaron a hablar de una "reestructuración de la deuda" que beneficiaría a Argentina con una quita indefinida, pero que nadie en el gobierno argentino, el FMI, o el Tesoro Americano, sabía qué forma tomaría el proceso de reestructuración.

- La incertidumbre creció y los *spreads* explotaron.

Bajo la presión de los mercados, el Secretario del Tesoro le pidió al FMI que aprobara US\$ 8 mil millones de ayuda adicional para facilitar la reestructuración de la deuda argentina. Ese programa fue aprobado hacia el final de Agosto y US\$ 5 mil millones fueron desembolsados de inmediato. Los restantes US\$ 3 mil millones, y los fondos aún no desembolsados correspondientes al "Blindaje", serían utilizados para construir un fondo de garantía para avalorar la nueva deuda, con menores tasas de interés y mayor madurez, que sería emitida para reemplazar la deuda existente que era más cara.

Grecia en 2011 es como Argentina en 2001, solo que en cámara lenta

Desde la aprobación del programa griego un proceso similar pero sustancialmente más lento ha estado ocurriendo en Grecia.

- Muchas voces señalan que Grecia no podrá pagar lo que debe.
- El gobierno alemán reclama un involucramiento del sector privado.

Los funcionarios de los gobiernos de Alemania y Francia están discutiendo con banqueros cómo reducir el exceso de deuda de Grecia en de manera voluntaria.

- Las agencias calificadoras rebajan las calificaciones de la deuda griega, la incertidumbre está creciendo y los *spreads* explotando.

Estos *spreads* ya están por encima de la Argentina una semana antes de que su gobierno cayera en Diciembre de 2001.

- En Grecia "los indignados" y la oposición, incluyendo algunos miembros del PASOK, culpan al gobierno de imponer medidas de austeridad con el fin de salvar a los bancos.
- Ningún funcionario del gobierno está en condiciones de explicar cómo se dará el "Proceso de Reestructuración Ordenada de la Deuda Griega", el cual aún ni siquiera tiene un nombre.

Es decir que hoy en día, Grecia es un espejo de Argentina en Octubre de 2001.

Cómo terminó en Argentina

En Octubre de 2001, inmediatamente después de unas elecciones de mitad de mandato en las cuales el partido del Gobierno fue derrotado en la mayoría de las provincias, el Presidente decidió finalmente lanzar el “Programa de Reestructuración de Deuda Argentino” que yo había propuesto. El Tesoro de los EEUU y la Reserva Federal de Nueva York proveyeron su apoyo claramente pero el FMI decidió no emitir opinión porque consideraba que no tenía la autoridad para involucrarse en un programa de reestructuración de las características del mismo. De hecho, algunos miembros del FMI, bajo el liderazgo de Anne Krueger, empezaron a trabajar en el diseño de un “Mecanismo de Reestructuración de Deudas” para el futuro que, en el mejor de los casos, hubiese requerido no menos de dos años de negociaciones multilaterales para ser aprobado.

El primero de Noviembre yo anuncié nuestro programa de reestructuración como representante del Gobierno Argentino. El mismo incluía dos pasos:

- El primer paso era reestructurar la deuda de los acreedores que aceptarían nueva deuda bajo ley argentina.
- El segundo paso era reestructurar el resto de la deuda una vez que la Comisión de Valores (SEC) de los EEUU hubiese aclarado el camino para un intercambio a ser ofrecido para los portadores de bonos que solo aceptaban bonos emitidos bajo la legislación de los EEUU.

Para el 30 de Noviembre, el primer paso del proceso de reestructuración había concluido con un éxito significativo. Más del 50% de las deudas (US\$ 54 mil millones) en manos de instituciones no-oficiales e individuos había sido transformada en un préstamo al Estado que tendría como colateral a los ingresos del impuesto a las transacciones financieras que se acumularía automáticamente en una cuenta en el Banco Central. Este préstamo tenía tasas anuales de como máximo 7% e implicaba una extensión en la madurez de tres años. Esto implicó una reducción de US\$ 4 mil millones en la factura de intereses anual para el Gobierno Federal y las provincias en 2001, año en el cual habían alcanzado los US\$ 12 mil millones. (Tomó la forma de un préstamo y no de nuevos bonos porque cláusulas de cancelación simultánea impedían que se emitieran nuevos bonos con condiciones inferiores a las existentes.)

La segunda etapa estaba siendo preparada con el consejo de banqueros líderes como Bill Rhodes, Joe Ackerman y Jacob Frenkel. Se esperaba que condujera a una reducción adicional de US\$ 3 mil millones en la factura anual de intereses. Los nuevos bonos ofrecerían una tasa de interés de 5% en vez del 9% de los bonos viejos. Estos nuevos bonos hubiesen estado soportados por el dinero que el FMI se había comprometido a desembolsar, y por la recaudación en dólares proveniente de los impuestos a las importaciones. Con esta reducción en la factura de intereses y el ajuste del gasto primario en los presupuestos federal y los de las provincias, el objetivo de la “Ley de Déficit Cero” se podría haber alcanzado en 2002.

Los Accidentes Ocurren

Desafortunadamente, aparecieron rumores sobre que el FMI no desembolsaría los montos presupuestados para Noviembre. Los temores fueron avivados por las declaraciones del equipo del FMI que estaba trabajando en el Mecanismo de Reestructuración de Deudas. Ellos sugirieron que un país atravesando un proceso de reestructuración de su deuda debería imponer controles de capitales para cortar con la fuga de capitales. Todo esto junto generó los temores que desencadenaron en la cuarta corrida contra los bancos locales.

Como ni los bancos ni el Banco Central contaban con la liquidez en dólares para financiar los retiros, controles de cambios fueron impuestos. Esto fue lo que se llamó “Corralito”, implementado el 1 de Diciembre como la única forma de imponer controles de cambios en una economía dolarizada.

La profecía auto-cumplida se completó cuando el anunciaron que ningún desembolso debería ser esperado porque el programa Argentino había sido suspendido, basado en los controles de cambios impuestos FMI – a pesar de que sus propios funcionarios habían hecho declaraciones imprudentes respecto a controles de capitales unos pocos días antes.

Caos político y default desordenado

En aquel momento, los eventos se desencadenaron de una forma caótica.

- La oposición argentina utilizó el descontento social, el cual fue agravado por el “corralito” para promover saqueos que forzaron la renuncia del Presidente.
- Durante una semana de caos político un Presidente interino formalmente declaró el default de la deuda que no había sido reestructurada.
- Posteriormente un ex Gobernador de la Provincia de Buenos Aires, que había perdido las elecciones de 1999, fue nombrado Presidente por el Congreso.
- El nuevo Presidente terminó con la paridad peso-dólar, forzando a que todos los contratos firmados en dólares fuesen transformados a pesos 1 a 1, permitiendo el peso flotar.
- El valor del peso en dólares –que había estado fijo 1 a 1 con el dólar por una década- cayó a 4 a 1 en unos pocos meses.

Los deudores estaban muy contentos porque sus deudas en dólares habían sido reducidas a un cuarto. Pero los acreedores perdieron tres cuartos de su riqueza financiera.

- La inflación saltó a un 40% en 2002, y hoy en día (i.e. 2011) está todavía alrededor de 25% por año en 2011, a pesar de que el valor real del peso está de vuelta en su nivel de 2001.
- La devaluación redujo todos los salarios y las jubilaciones en términos reales a un tercio de su nivel pre-crisis.

La devaluación también agravó la recesión.

- El PBI cayó un 5% adicional en el primer semestre.
- El desempleo saltó a 25% desde 18% a finales de 2001.

El crecimiento se restauró debido a factores externos, no a la devaluación

El crecimiento volvió y el desempleo empezó a caer en 2003. Sin embargo, esto no fue consecuencia de la devaluación. Los factores claves fueron la depreciación del dólar y la buena suerte en los precios de los *commodities*. El precio de la soja –el cual es fijado en los mercados internacionales- saltó de menos de US\$ 120 por tonelada en 2001 a más de US\$ 500 a finales de los 2000s. Es absolutamente equivocado y presta a confusión atribuirle el rápido crecimiento de Argentina durante los últimos ocho años a la “Pesificación” y la devaluación de 2002.

Qué debería hacer Grecia en la actualidad

Grecia debería, con la mayor celeridad posible, intentar llevar a cabo lo que Argentina hizo en Noviembre de 2001. Pero debería hacerlo con un claro compromiso de Europa y el FMI de que el “Programa de Reestructuración Ordenado de la Deuda Griega” no será interrumpido a mitad de su ejecución. Decisiones como la que el FMI tomó respecto a Argentina en Diciembre de 2001 deberían ser descartadas por adelantado.

- La manera más simple de llevar a cabo la reestructuración griega sería ofrecer un *swap* de la deuda griega por deuda triple A europea, a la tasa de mercado un día antes del anuncio de la reestructuración.

Esto le permitiría a Grecia y a Europea capturar la quita que los mercados ya han dada por sentada. La pérdida de los tenedores de bonos no sería mayor a la que ya reflejan los valores de mercado de la deuda griega.

- Para permitirle a los bancos continuar con el actual procedimiento de retrasas el registro de sus pérdidas, las autoridades regulatorias podrían autorizar la amortización de dichas pérdidas en varios años.

Esta situación no sería diferente a la actual, ya que las instituciones financieras no están reflejando en sus balances el valor de mercado de sus bonos.

- Los bonos europeos que Grecia usaría para llevar a cabo la operación masiva de recompra deberían serle prestados a Grecia por el Fondo de Estabilización Europeo que debería tomar como colateral las propiedades griegas disponibles para privatizar.

Pero la venta de estos activos debería ser hecha a un ritmo lo necesariamente gradual como para evitar *fire sales* (i.e. ventas de los activos a precios demasiado deprimidos consecuencia de una sobreoferta momentánea).

- Grecia debería mantener su compromiso de introducir todas las reformas fiscales y estructurales necesarias para restaurar la competitividad y renovar el crecimiento.

Sin embargo, será sustancialmente más fácil encontrar apoyo político y económico una vez que el exceso de deuda desaparezca. Nadie podrá argumentar que las medidas de austeridad tienen como único propósito de satisfacer las demandas de los acreedores, y el argumento de que Grecia tiene que seguir el camino argentino de licuación de su deuda mediante el abandono del euro se volverá obsoleto.

- Grecia y las autoridades europeas deberán estar preparadas para financiar a los bancos que inevitablemente sufrirán corridas contra sus depósitos mientras Grecia lleva a cabo su proceso de reestructuración.

Si los depositantes temen que el prestamista de última instancia puede finalmente optar por abandonar esos bancos, la corrida será difícil de detener, lo que podría precipitar por sí mismo el colapso de bancos no sólo griegos y efectos contagio a otras economías europeas.

Grecia en el espejo argentino: la salida del euro no es la solución

Cuando uno mira a Grecia en el espejo argentino, todas estas recomendaciones y pasos preventivos se vuelven claros como el agua. El espejo argentino no proyecta la visión equivocada que muchos economistas están sugiriendo. Claramente no encamina a Grecia a solucionar su crisis abandonando el euro como Argentina dejó el dólar en Enero de 2002.