

## **Grecia, Noviembre 2011, a la luz de la Experiencia Argentina de hace exactamente 10 años.**

Discurso de apertura de Domingo Cavallo en la Cumbre CEO, "Como hacer más con menos", Atenas, 22 de Noviembre, 2011

Permítanme ser sincero desde el comienzo. Grecia ha estado sobregastando durante muchos años y los excesivos incrementos de los costos laborales han reducido significativamente la competitividad. Como consecuencia dos ajustes inevitables son necesarios, cualesquiera sean las circunstancias y cualquiera sea el gobierno:

Grecia necesita reducir su consumo doméstico, tanto público como privado.

Los costos laborales por unidad producida deberían reducirse para incrementar la rentabilidad de la producción de bienes transables.

### **La implementación de sólo un ajuste no será suficiente.**

Si sólo se hace la primera parte del ajuste, podría suceder que así como el consumo cae, también lo haga el empleo y la producción. Si eso ocurre, la eliminación del déficit de cuenta corriente podría llevar un largo periodo de tiempo. Por eso, algunos economistas, particularmente los estadounidenses, proponen que Grecia abandone el Euro, reintroduzca el Dracma y que permita que el Nuevo Dracma sufra una gran devaluación.

Ellos argumentan que la devaluación del Nuevo Dracma hará innecesario el recorte del gasto y que el subsecuente incremento de las exportaciones reiniciará inmediatamente el crecimiento. Ellos han venido utilizando la situación de Argentina después del 2001 como ejemplo de los supuestos beneficios de una gran devaluación.

### **La experiencia de la Argentina del 2001 es relevante**

Yo he escuchado a algunas personas argumentar que comparar la Grecia de hoy con la Argentina del 2001 es inapropiado porque Argentina, después de 10 años de fijación entre el Peso y el Dólar, todavía conserva el Peso y, por lo tanto, fue posible devaluar la moneda local sin tener que cambiar los contratos financieros pendientes. Dicha opinión deja de lado el hecho de que en la Argentina más del 90% de las transacciones financieras y de los contratos estaban denominados no en Pesos sino en Dólares estadounidenses

En la práctica, la Argentina del 2001 tenía al Dólar como su moneda principal así como Grecia tiene al Euro. Para que en la Argentina la devaluación del Peso fuera una solución a la crisis era

necesario primero transformar todos los contratos suscriptos bajo ley Argentina desde Dólares a Pesos y, simultáneamente, defaultear todos los contratos de deuda suscriptos bajo ley extranjera. Lo que ocurrió en Argentina en la Noche de Año Nuevo del 2002 fue exactamente lo que los proponentes del Nuevo Dracma le están sugiriendo a Grecia que debería hacer. Por lo que la comparación entre Grecia 2011 y Argentina 2001 es, en este sentido, correcta.

Pero es absolutamente incorrecto argumentar que la “Pesificación” argentina demostró que la “Dracmización” de la economía griega resolvería la crisis con menos sufrimiento del pueblo y con mejores perspectivas para el crecimiento futuro que el permanecer dentro de la Eurozona.

### **El efecto del impacto de la salida de la fijación con el Dólar fue extremadamente costoso.**

En la Argentina, la Devaluación del Peso siguiendo la “Pesificación” fue del 66%: esto es, 1 Peso se devaluó desde 1 Dólar a 33 centavos de Dólar, o para expresarlo de manera inversa, el precio del Dólar se incrementó desde 1 Peso a 3 Pesos.

El impacto de esta devaluación fue terrible: El PBI se redujo un 5% adicional, totalizando una reducción de un 17% para los cuatro años recesivos, el desempleo se incrementó desde 18% en octubre del 2001 a 24% en Mayo del 2002, la exportaciones se redujeron en 2002 en comparación con el 2001 y la tasa de inflación subió desde 0 a 40% en el año de la devaluación. Los salarios reales y las jubilaciones se redujeron un 30%.

Por supuesto, la devaluación generó un ajuste fiscal muy grande, mucho más grande que el que habría sido necesario si la Argentina hubiera preservado su régimen monetario. Ese ajuste no siguió ningún tipo de esquema de prioridades o ningún tipo de consideraciones de equidad, sino que simplemente fue la imposición del salto del nivel de precios de los bienes transables que provocó una drástica reducción en el valor real de los salarios de los empleados públicos y de los jubilados. La reducción del déficit fiscal, en términos de caja, fue la consecuencia de la suspensión del pago de los intereses de deuda, pero los atrasos de los intereses fueron sumados a la deuda que habría que renegociar en el futuro.

### **Pero, ¿Cómo que a partir del 2003 Argentina disfrutó un rápido crecimiento?**

Si la devaluación tuvo estos efectos negativos tan importantes, ¿cómo es que desde el 2003 el PBI de Argentina se incrementó más de un 60% y que el desempleo se redujo a un 7% en el 2011?

La explicación es simple:

Argentina, en el 2001, tenía una gran capacidad productiva inutilizada, estaba bien capitalizada en los sectores de la energía, del transporte, de la agricultura y de la industria. Durante los años de la Convertibilidad (1991-2001), después de haber derrotado a la hiperinflación, el gobierno argentino utilizó el respaldo popular ganado a partir de su éxito inicial para introducir reformas de mercado pro crecimiento. La economía fue abierta al comercio exterior y a la Inversión extranjera, muchas profesiones que estaban fuertemente protegidas mediante regulaciones fueron liberalizadas, las empresas estatales fueron privatizadas después de la organización de mercados competitivos y

hubo una eliminación completa de los impuestos que habían dificultado la inversión y el avance tecnológico en los sectores más productivos de la economía argentina: agricultura y agrobnegocios.

La recesión que comenzó en el 1999 fue el resultado de shocks externos que afectaron la competitividad de Argentina a pesar del incremento significativo de la productividad de su economía ocurrida en los años previos.

Para el año 2001 el Dólar se volvió extremadamente fuerte y los precios de los commodities cayeron a sus menores niveles en un siglo. La tasa de interés dispuesta por la Fed era muy alta (llegó al 6% en el 2001), el Real brasileño había sufrido una gran devaluación a principios de 1999 y el Euro se había depreciado entre 1999 y el 2001 en relación al Dólar. El Euro cayó desde 1.17 Dólares por Euro en Enero de 1999 a 82 centavos de Dólar por Euro a mediados del 2001. Como Brasil y Europa eran los principales mercados de exportación, todos estos eventos generaron una recesión que duró cuatro años consecutivos.

Existieron algunos excesos fiscales, particularmente en el caso de las provincias que financiaron sus déficits mediante préstamos por parte de bancos locales a tasas flotantes. Pero, en general, la Argentina tenía un déficit fiscal relativamente bajo (2% en promedio pero nunca mayor al 5% del PBI en un único año) y la deuda pública estaba alrededor del 50% del PBI. A pesar de que la Argentina había tenido déficit de cuenta corriente tan altos como el 5% del PBI durante los años de significativos incrementos de la inversión extranjera directa y de las grandes entradas de capitales, para el 2001 la recesión había ya generado un profundo ajuste del desequilibrio de cuenta corriente y el déficit de cuenta corriente ya era menor al 1% del PBI.

El rápido crecimiento de Argentina desde el 2003 fue el resultado de cambios drásticos en la situación externa: Hacia mediados del 2002 el Dólar comenzó a debilitarse, la tasa de interés determinada por la Fed fue rápidamente ajustada hacia abajo y los precios de los commodities se incrementaron fuertemente. Sólo para dar un ejemplo, el precio de la soja, el principal producto agrícola de exportación de la Argentina, subió desde 120 a 600 dólares por tonelada.

Como la economía estaba bien capitalizada y tenía un sector agrícola muy eficiente, podría haber aprovechado muy rápido esta mejora en los términos del intercambio, y en vez de imponer altos impuestos a las exportaciones agrícolas, podrían haber florecido tanto la agricultura como los agrobnegocios de una manera impresionante. El ingreso adicional generado en las actividades más eficientes de la Economía Argentina derramó sobre el resto de la economía y la mayoría de los sectores pudo expandir su producción utilizando su capacidad ociosa.

### **Si Argentina hubiera continuado utilizando el Dólar hubiera habido crecimiento sin inflación**

Lo mismo hubiera sucedido si la Argentina no hubiera devaluado el Peso en el 2002, con la gran ventaja, en ese caso, de que la inflación no hubiera sido reintroducida en la economía y el gobierno no hubiera creado las grandes distorsiones que han plagado a la economía argentina desde el 2002.

Sólo para dar algunos ejemplos:

Argentina está sufriendo actualmente una inflación anual del 25%, el precio del Dólar en el mercado oficial es de 4.2 pesos y todos esperan una nueva y gran devaluación. Durante los últimos cuatro años la salida de capitales totalizó 80 mil millones de dólares y durante el presente mes ya ha sido incluso de 5 mil millones de dólares.

Los controles de precios sobre las tarifas de los servicios públicos (particularmente en energía y transporte) desincentivaron la inversión y obligó al gobierno a conceder subsidios muy altos. Los subsidios recrearon el déficit fiscal a pesar del gran incremento en la recaudación de impuestos que sobrevino como consecuencia de la mejora de los términos del intercambio. Inmediatamente después de la reciente elección, el gobierno anunció incrementos muy altos de las tarifas de los servicios públicos para reducir los subsidios, y, en el corto plazo, estos incrementos están alimentando expectativas inflacionarias más altas.

Muchos otros controles de precios, como aquellos aplicados a la venta doméstica de carne, acompañada por prohibiciones a las exportaciones de carne, produjeron un efecto boomerang. La producción se redujo y el precio de mercado de la carne en la Argentina es hoy en día mucho mayor que en el resto del mundo.

#### **Si Grecia abandona la Eurozona solo agravará los costos económicos y sociales**

Si Grecia fuera a abandonar la Eurozona, su economía sufriría todos los problemas que claramente se vieron en la economía Argentina desde el 2002 y no disfrutaría el crecimiento que tuvo la Argentina desde el 2003. Por la simple razón de que Grecia no tiene una gran capacidad ociosa en su economía, la introducción del Euro no fue acompañada por el tipo de reformas pro crecimiento que generaron un incremento significativo de la productividad en Argentina, y no hay razón para esperar un incremento significativo en los términos del intercambio que pudiera beneficiar a su economía.

De hecho, la depreciación relevante que traería beneficios a Grecia en términos de un incremento de la demanda externa de sus exportaciones es la del Euro en relación al Dólar, pero no la del Dracma en relación al Euro. Con las políticas recesivas que están siendo aplicadas en Europa, incluyendo Alemania, el incremento en la demanda por las exportaciones griegas no vendrá de la Eurozona sino del resto del mundo.

Lo que Grecia y los otros países de la periferia de la Eurozona deberían demandar es una política monetaria más realista del BCE y una expansión fiscal en Alemania. Eso llevaría al Euro a tener un valor más cercano al Dólar. En mi opinión Europa está subestimando las consecuencias negativas para su economía de las políticas orientadas al fortalecimiento del Euro de la segunda mitad de los 2000's, no muy diferentes de las políticas orientadas al fortalecimiento del Dólar de la segunda mitad de los 90's en los Estados Unidos.

### **Grecia debería...**

Habiendo dedicado tantos minutos para decir lo que Grecia no debería hacer, quiero dedicar los últimos minutos de mi discurso para explicar lo que, en mi opinión, Grecia debería hacer:

Es muy importante que Grecia genere un ajuste fiscal importante y que elimine el déficit fiscal en un periodo no mayor a 2 o 3 años. Pero este ajuste fiscal debería implementarse de una manera ordenada, con suficiente discusión en el Parlamento y en la sociedad civil, de forma de tal de asegurar que la sociedad griega entienda que el ajuste necesario sigue un orden de prioridades y busca la justicia social.

El gasto debería ser cortado siempre que genere incentivos que continúen alimentando las ineficiencias y la corrupción, pero no cuando es necesario para proveer bienes y servicios públicos de gran calidad.

La recaudación tributaria debería incrementarse mediante la eliminación de los tratamientos diferenciales y de los vacíos legales en el impuesto al valor añadido y en el impuesto a las ganancias, así como también debe facilitarse la lucha contra la evasión fiscal.

Algunos impuestos deberían ser drásticamente reducidos, como las contribuciones a la seguridad social que incrementan el costo laboral en la economía formal sin aumentar el ingreso disponible de los trabajadores. Estas reducciones impositivas deberían formar parte de un plan integral de reformas de mercado pro-crecimiento. Por supuesto, la reanudación del crecimiento aumentará fuertemente la posibilidad de incrementar la recaudación impositiva a pesar de estas reducciones impositivas

La desregulación de sectores fuertemente protegidos y la privatización de las empresas estatales deberían ser decididas como ingredientes de reformas de mercado pro-crecimiento y no simplemente como manera de repagar las deudas. La experiencia argentina demuestra que las privatizaciones que contribuyen a incrementar la eficiencia de la inversión son aquellas que son implementadas después de que los mercados hayan sido abiertos a la competencia o, si la tecnología no permite la competencia, después de que regulaciones claras sean establecidas para ponerle un límite a las prácticas de fijación de precios de los monopolios.

El riesgo de privatizar bajo presión de los acreedores es que podrían preferir la privatización de los monopolios, de manera tal de generar mayores ingresos provenientes de la privatizaciones. Pero eso será un gran error si después los consumidores y usuarios de los servicios provistos por las compañías privatizadas se establecen mediante la utilización del monopolio del poder. Esta política no contribuirá a incrementar la competitividad y la eficiencia.

### **Grecia debería reducir drásticamente la Contribuciones Patronales a la Seguridad Social**

Quiero reforzar mi sugerencia de reducir drásticamente las Contribuciones Patronales a la Seguridad Social.

Argumenté fuertemente, ya hace más de un año atrás, acerca de la necesidad de reducir drásticamente las contribuciones a la seguridad social y otros impuestos sobre el salario pagados por los empleadores en la economía formal. Veamos la proporción que representan las contribuciones a la seguridad social de la totalidad de la recaudación fiscal en varias economías.

	<b>Recaudación total del gobierno, porcentaje del PBI</b>	<b>Contribuciones a la Seguridad Social, porcentaje del PBI</b>	<b>Porcentaje que representan las Contribuciones a la Seguridad Social del total de la recaudación</b>
<b>Australia</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Canadá</b>	<b>39.8</b>	<b>4.5</b>	<b>11.3</b>
<b>Dinamarca</b>	<b>55.3</b>	<b>1.8</b>	<b>3.3</b>
<b>Grecia</b>	<b>39.8</b>	<b>13.5</b>	<b>34</b>
<b>Islandia</b>	<b>44.2</b>	<b>2.8</b>	<b>6.4</b>
<b>Irlanda</b>	<b>35.4</b>	<b>7</b>	<b>19.8</b>
<b>Israel</b>	<b>42.3</b>	<b>6.8</b>	<b>16</b>
<b>Corea del Sur</b>	<b>33.4</b>	<b>6.1</b>	<b>18.3</b>
<b>México</b>	<b>23.1</b>	<b>1.5</b>	<b>6.6</b>
<b>Nueva Zelanda</b>	<b>42.3</b>	<b>1.2</b>	<b>2.8</b>
<b>Noruega</b>	<b>59.9</b>	<b>9</b>	<b>15.1</b>
<b>Portugal</b>	<b>40.7</b>	<b>11.7</b>	<b>28.7</b>
<b>España</b>	<b>37.1</b>	<b>13.2</b>	<b>35.4</b>
<b>Suecia</b>	<b>53.7</b>	<b>9</b>	<b>16.7</b>
<b>Suiza</b>	<b>34.5</b>	<b>6.8</b>	<b>19.7</b>
<b>Reino Unido</b>	<b>42.5</b>	<b>8.4</b>	<b>19.8</b>
<b>Estados Unidos</b>	<b>32.7</b>	<b>6.9</b>	<b>21.2</b>

Puede observarse que mientras en Grecia las contribuciones a la Seguridad Social representan el 34% de la recaudación total (valor muy similar a los de España y Portugal) en la mayoría de los países mostrados en esta tabla, dicha proporción varía desde 0% (en Australia) al 21.2% (en Estados Unidos). En países de la UE como Islandia, Dinamarca e Irlanda, la proporción que representan las contribuciones a la seguridad social de la recaudación total está por debajo del 20%. En Dinamarca dicha proporción es tan baja como 3.3%.

Grecia podría obtener el mismo efecto sobre los costos laborales unitarios en relación al precio de los bienes transables que vendría con la devaluación, mediante la reducción de la tasa de las contribuciones a la seguridad social, compensándolo mediante el incremento del IVA efectivo. Si

Grecia introduce esta reforma impositiva, estaría cambiando la incidencia impositiva desde la nómina salarial hacia el consumo y, por lo tanto, produciría el mismo efecto que una devaluación de la moneda, sin abandonar el Euro.

La sustitución de las contribuciones a la Seguridad Social por el IVA puede ser de variadas dimensiones. En un movimiento suave podría tratarse de incrementar las tasas hasta las del Reino Unido, que son similares a las que prevalecen en los Estados Unidos. O podría ir al extremo de eliminar completamente las contribuciones a la seguridad social, como en el caso de Australia.

**Pero para que todas estas medidas produzcan resultados es necesario que Grecia obtenga el suficiente alivio de deuda**

Ninguna de estas recomendaciones tendrás alguna oportunidad de ser útil a menos que las crisis de la deuda y bancaria no sean resueltas en un periodo muy corto de tiempo. Afortunadamente un amplio alivio de deuda y medidas de recapitalización de la banca han sido incluidas en el programa del 27 de octubre. En este sentido, es urgente que el alivio de deuda sea implementado y que los Nuevos bonos Griegos sean intercambiados por los bonos en circulación. Asimismo, es también urgente que los bancos Griegos sean recapitalizados de manera tal de remover los riesgos de insolvencia.

Dos recomendaciones me parecen cruciales en relación a estas dos urgencias:

Los Nuevos bonos, además de producir una reducción del 50% en el capital, deberían tener intereses iniciales no mayores al 2% por año durante un periodo de 5 años, y la tasa de interés debería ser ajustable hacia arriba en un 50% del crecimiento anual del PBI siempre que la tasa de crecimiento del PBI se incremente por encima de un 2% por año durante un periodo de 5 años, o algo equivalente en términos de un cupón del PBI extra para los bonos. Tasas de interés similares deberían ser aplicadas por el BCE y el FEEF en sus préstamos a Grecia.

De forma tal de evitar una devaluación significativa del valor presente neto de los Nuevos Bonos, el BCE debería dejar en claro que los Nuevos Bonos Griegos serán elegibles para ser redescontados en la misma condición que los bonos triple A de las otras economías de la Eurozona. Si la renegociación de la deuda no satisface estas condiciones, los mercados probablemente considerarán que el problema de deuda no ha sido resuelto de una manera sustentable, y la sensación de crisis seguirá impidiendo el crecimiento.

En la recapitalización de los Bancos Griegos, el FEEF debería comprar las acciones preferidas de manera tal de asegurar que la recapitalización no transformará los bancos en compañías que sean propiedad del estado. Si el gobierno se involucrará activamente en la reorganización de las finanzas públicas, sería peligroso hacerlo también responsable del manejo de los bancos que será crucial en la recreación de la confianza en el manejo financiero eficiente.

**No le den a la UE, al FMI y al BCE ninguna excusa formal como para expulsar a Grecia del sistema...**

Una última palabra sobre la comparación entre Grecia 2011 y Argentina 2001: La Argentina en el 2001 intentó usar la estrategia que yo estoy sugiriendo ahora a Grecia pero no pudo evitar la salida de la Zona del Dólar y sufrió una gran devaluación. Usted podría legítimamente preguntarme porque la Argentina falló y cuál es la clave para que Grecia tenga éxito.

Argentina falló porque el FMI, que había concedido algún tipo de apoyo (aunque infinitamente menor al que la Troika le está proveyendo a Grecia), decidió retirar el respaldo en el medio de un complejo proceso de implementación de la reestructuración de la deuda. El FMI decidió que era mejor empujar a la Argentina hacia un default formal y hacia la des-dolarización, lo que los mercados habían venido prediciendo desde mediados del 2001. Los industriales y gobernadores muy endeudados estaban felices de tener una forma de licuar sus deudas, a pesar de que la mayoría de la clase media perdería sus ahorros de toda la vida.

La clave para Grecia es tener éxito en asegurar el respaldo de Europa y del FMI. Si dicho respaldo fuera retirado Grecia se enfrentará a la única alternativa de hacer lo que hizo la Argentina en la Noche de Año Nuevo del 2002. Y eso podría ser verdaderamente una real tragedia griega. No le den a Europa y al FMI ninguna excusa como para que se puedan comportar como lo hicieron con la Argentina en Diciembre del 2001.

Muchas Gracias.