

03 de Julio de 2015

Mercados: A la espera de Grecia

Luego de varios meses de operar en mercados relativamente calmos, la volatilidad se apoderó de las bolsas durante las últimas ruedas. Los principales índices bursátiles retrocedieron varios puntos, sobre todo en el viejo continente que venía experimentando un fantástico 2015. Los bonos europeos vienen mostrando una mayor resistencia, principalmente por la laxitud monetaria del Banco Central Europeo.

La indefinición en torno al futuro de la economía Helena se fue ampliando a medida que pasaban los días, con corralito e impago al FMI de por medio. En el referéndum de este domingo el pueblo Griego deberá tomar una difícil decisión, si acepta (SI) o si rechaza (NO) la última propuesta de ajuste de los acreedores. Una clara y riesgosa jugada política del gobierno de Tsipras, que se especula que podría dirimir de ganar el SI. El Gobierno elevó una contrapropuesta a la Troika, pero esta manifestó que no seguirá negociando hasta conocer los resultados del referéndum.

Los Desequilibrios

Una unión monetaria implica un mismo tipo de cambio para países con diferentes productividades. Sin la implementación de contrapesos adecuados, la moneda única estimula los desequilibrios externos. Si este proceso es acompañado por una convergencia en el costo de financiamiento entre los países del bloque, los desbalances se acentúan. La reducción en las tasas de interés de los países del sur a niveles prácticamente iguales a los del norte permitió que durante mucho tiempo que Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia puedan financiar sus déficits externos sin sobresaltos. Peor aún, la fuerte entrada de capitales

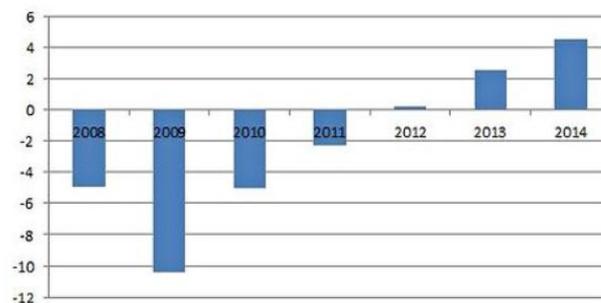
acrecentó los efectos negativos sobre la competitividad externa, lo que quedó plasmado en el importante incremento relativo de los costos laborales de los países del sur en relación a los del norte.

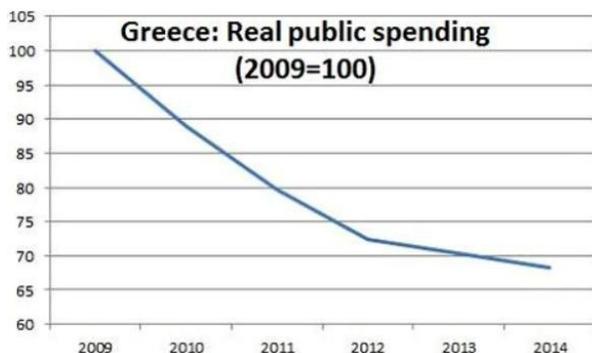
A los desbalances externos, algunas economías le sumaron un fuerte desequilibrio fiscal. Italia, Portugal y sobre todo Grecia, acumularon importantes rojos fiscales antes de estallar la crisis del 2008. Para tener una dimensión, el país Heleno presentó un déficit promedio anual del 8% en el frente externo y de casi el 6% en sus cuentas fiscales entre el 2001 y el 2007. Inexplicable como se llegó a tal punto.

El Ajuste

Claro está que el ajuste era inminente y Grecia lo hizo. Pasó de acumular bestiales déficits fiscales a equilibrar sus finanzas en sólo un par de años. Miremos algunos gráficos para ver la magnitud del ajuste (se los tomamos prestados a [Krugman](#)). El primero muestra como de un déficit primario (antes del pago de intereses) del orden del 4,5% del PBI en 2010 pasó a un superávit del 4% en el 2014. Semejante corrección se logró mediante una importantísima política de austeridad, el segundo gráfico exhibe una caída en términos reales del 30% en el gasto público.

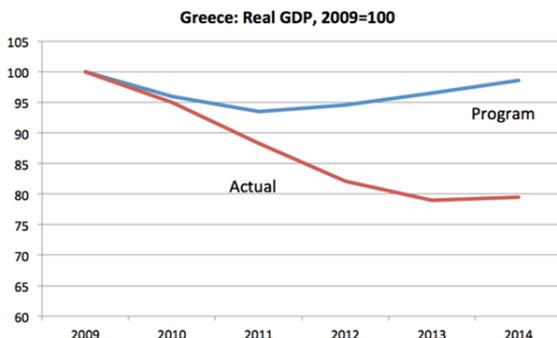
Greece: Primary balance as % of GDP





Fuente: [The Conscience of a Liberal](#).

Ahora bien, el ajuste fue extremadamente costoso en términos del producto. Desde el pico anterior, la economía cayó un 27% en términos reales. La dinámica del PBI fue radicalmente distinta a la proyectada por el plan original del FMI en 2010, la caída en el gasto en una economía sin política monetaria que pueda contrarrestar el efecto sobre la demanda agregada desplomó el producto.



Fuente: [TheConscience of a Liberal](#).

En una economía donde la demanda colapsa, con niveles de desocupación que rozan el 30%, obviamente la fiesta se termina y el balance externo se acomoda.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

El ajuste tuvo dos resultados dispares. Por un lado, permitió reducir fuertemente los costos unitarios laborales, corrección dolorosa pero inevitable. Pero, a pesar de la mejora fiscal, el ciclo deflacionario y recesivo provocó que el ratio deuda/PBI crezca desde el 130% en 2009 hasta aproximadamente el 180% en la actualidad.

El Futuro

Martin Wolf en [esta nota](#) creo que resume bastante bien las cosas, todas las salidas serán muy doloras. Si el pueblo griego vota por el SI, el actual esquema impuesto por la Troika provocará aún más austeridad y depresión. Si la decisión es la ruptura, el riesgo de una salida caótica es substancial. El sistema financiero Heleno todavía no colapso gracias a la continua liquidez inyectada por el Banco Central Europeo. En los últimos meses los países del bloque también financiaron al país por medio del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera por más de €140 mil millones.

Todos los escenarios están abiertos. Será clave la decisión del domingo. Si gana el SI, para que dentro de unos meses no estemos nuevamente en esta situación la política de la Troika deberá priorizar la recuperación económica vía un alivio en la carga de deuda. El objetivo de excedente fiscal primario del 4% a partir de 2017-2018 parece impracticable. Después del gran ajuste ya experimentado, sería triste ver una salida caótica. La decisión de mantener la zona euro sin rupturas tendrá que venir de la política. Intuyo que ante una potencial salida de Syriza del Gobierno la postura de los acreedores será otra.

Por el momento, el riesgo de contagio parece contenido. Más allá del recorte en las bolsas a

nivel global, las tasas de interés de los bonos de los países del sur europeo se mantienen en bajos niveles, gracias a la política expansiva y a la compra de bonos por parte del Banco Central Europeo. El riesgo obviamente no desaparece y entramos en terreno desconocidos, pero parece hoy más acotado que en los años previos.

Juan Battaglia
Economista Jefe