INTERNACIONAL

Lo que viene después de Grecia...

Más allá de lo que suceda con el rescate de Grecia en las próximas semanas, **los analistas esperan que la volatilidad y la crisis permanezcan en Europa.** En el mercado creen que Portugal podría ser la próxima víctima.

Texto: **MAURICIO RODRÍGUEZ KOGAN**
Fotografía: **BLOOMBERG**

►► Alemania juega un papel clave en la evolución que tengan los mercados.

LOS datos de empleo más recientes en Grecia dicen que en noviembre había un 20,9% de la población desocupada. Eso se traduce en más de un millón de personas desocupadas (sólo desde el mes previo el número aumentó en 126.000). Ese drama ayuda a explicar en parte los últimos disturbios sociales en Atenas, que se desbordaron el mismo día en que el Parlamento de ese país aprobó un fuerte plan de ajustes que incluyó recorte de empleados públicos, salario mínimo y jubilaciones.

Este lunes y martes, los ministros de Hacienda de la Unión Europea (Ecofin) y de la eurozona (Eurogroup) se reunirán para decidir un nuevo rescate financiero a Grecia, equivalente a US$ 171.000 millones (130.000 millones de euros).

La semana pasada cerró con reportes de avances significativos sobre el saneamiento de las cuentas griegas, los que debieran contribuir al desembolso.

Un vocero del gobierno confirmó que se habían identificado medidas para recortar el gasto en US$ 430 millones que faltaban para satisfacer los requerimientos de la troika compuesta por la UE, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo. "No hay más asuntos económicos pendientes", dijo el portavoz.

Si eso es buena noticia, no garantiza el regreso de la estabilidad a Europa. La cuesta es empinada en el continente, al menos durante los próximos dos meses, y a eso se agrega el riesgo de que Portugal se convierta en una nueva Grecia y que la contracción crediticia en el mercado comunitario se acentúe -y ya está alcanzando la magnitud del peor momento de 2009 **(ver gráfico)**.

Más ruido desde Grecia

En primer lugar, el programa de US$ 170.000 millones está sujeto al éxito de las negociaciones del gobierno griego con los bancos acreedores, "para determinar cuánto dinero finalmente necesitará Grecia", comenta Carl Weinberg, de la consultora HFE, en Nueva York.

En segundo término, cualquier acuerdo que alcancen Grecia y sus socios de la eurozona deberá ser ratificado por los parlamentos de cinco países, entre ellos el alemán, el 27 de febrero próximo (los otros son Austria, Eslovenia, Finlandia y Holanda).

Un tercer hito entre aquello por venir es clave: el 20 de marzo, cuando Grecia debe hacer pagos de deuda por el equivalente a US$ 19.000 millones. Hoy no tiene liquidez para hacerlo y depende de un nuevo programa se rescate para no declararse en *default* en sólo cuatro semanas.

"Si el 21 de marzo Grecia sigue en la UME (Unión Monetaria Europea) y sin *default*, será un gran logro, habiéndose también sentado un precedente para lidiar con otras crisis financieras y de pagos de la zona", opina Weinberg, añadiendo que la eurozona se habrá fortalecido.

Prueba de que las semanas que vienen no serán menos volátiles que las recientes es la maraña de opiniones sobre el caso griego: "Insistir en Grecia sólo con el ajuste es prolongar la agonía, no es sostenible sin una licuación de deudas, que esperemos que llegue más temprano que tarde", dice Eduardo Levy-Yeyati, académico de la Brookings Institution, de Washington.

Contrario a lo que intentan evitar los líderes europeos, "el *default* griego es inevitable y reconocido", añade Levy-Yeyati.

"Lo más probable es que Grecia no pueda hacer sus pagos en marzo y, si no es en marzo, entonces será en alguna fecha posterior", dijo en una entrevista reciente el economista americano Barry Eichengreen.

Un cuarto hito en la línea de tiempo son las elecciones de abril en Grecia. A juicio de Klaus Zimmermann, del Institut zur Zukunft der Arbeit **(ver entrevista)**, el nuevo gobierno asegurará la continuidad de lo que la dirigencia actual acuerde con la troika.

Pero opiniones hay para todo, contribuyendo al clima de inestabilidad. "Apostaría que todos los partidos van a competir con programas de gobierno que revierten las medidas de austeridad fiscal que ya se han implementado", explica Weibnerg.

¿Portugal sigue?

Si la incertidumbre griega no es suficiente, se ha abierto la posibilidad de que Portugal pida un ajuste a su programa de rescate, noción que ha rondado el mercado en las dos últimas semanas.

El columnista Wolfgang Munchau, del Financial Times, sugirió esta semana que debe dejarse que tanto Grecia como Portugal hagan *default*.

La probabilidad de que Portugal lo haga ha aumentado, basada en el costo de seguros contra *default* (CDS), calcula Barclays Capital **(ver gráfico)**. Esa probabilidad subió también para Italia, donde el fisco sigue pagando tasas por endeudarse, muy superiores al promedio de años previos.

El ministro alemán de Hacienda, Wolfgang Schäuble, fue captado en la TV germana hace dos viernes, diciéndole a su par lusitano, Vitor Gaspar, que, resuelto el tema griego, se definiría el caso portugués.

Pero en el caso de un *default* unilateral griego, "haría que los inversionistas reevaluaran un escenario similar para Portugal o España, volviendo inevitable el contagio", dice Levy Yeyati.

Opina lo mismo Weinberg, sumando a la lista a Italia.

"Portugal es el caso más delicado de todos ellos", en todo caso, opina Levy-Yeyati. "Es probable que Europa, de la mano de Alemania, resista una nueva corrida, pero no sin costos financieros o reales", agrega.

Contra la restricción crediticia que la incertidumbre genera **(ver gráfico)**, el 29 de febrero, el BCE repetirá sus operaciones de refinanciamiento de largo plazo (tres años) a través de los cuales está facilitando liquidez a la banca europea. Con todo, Zimmermann estima que la sequía se mantendrá al menos otros dos meses.

El BCE en la mira

Cómo se resuelva la crisis dependerá del accionar del BCE.

La crisis puede verse en dos sentidos, dice Levy-Yeyati, y depende de cómo se piense el BCE.

"Si se lo ve como hasta ahora, como independiente de los países, Grecia tiene una enorme deuda en moneda extranjera (en euros que no puede emitir a discreción, como Argentina en 2001). Si se piensa como el banco central de la eurozona, la deuda griega sería en moneda local y en última instancia, pagable con emisión, lo que virtualmente eliminaría la necesidad de un *default*", afirma.

El tema es que hoy la discusión está empantanada en la mitad de estos dos escenarios, dice.

En esa segunda versión del BCE, explica, "no estaríamos hablando de esta crisis", pues la entidad habría emitido para financiar el faltante fiscal de Grecia. "No recuerdo ningún *default* moderno en moneda local", recuerda.

"Dicho esto, no creo que haya vocación europea para que el BCE asuma su rol, y si la eurozona no se decide a hacer jugar al BCE como un verdadero banco central e insiste con el ajuste, el *default* de Grecia podría ser el mal menor", añade el economista.

Las buenas noticias vienen por Estados Unidos

"Estados Unidos continúa siendo una de las facetas que mejor lucen en la economía global", opina Michael Gavin, economista de Barclays Capital.

Sólo entre jueves y viernes hubo seis reportes económicos diferentes, todos con una historia positiva que contar. El jueves se informó que las solicitudes de seguro de desempleo cayeron la semana pasada, lo que es consistente con una mejoría del mercado laboral (y éste permite proyectar mejores condiciones para el consumo).

El inicio de construcción de viviendas en enero subió a 699 mil, sobre la proyección de consenso, de 675 mil.

El clave índice de condiciones económicas de la Fed de Filadelfia, también subió más que el consenso, mientras que los precios al productor subieron menos que lo esperado en enero (0,1% contra 0,4%).

El viernes se informó que el IPC también subió menos que lo esperado (0,2% y no 0,3%) en enero, lo que indica que la política monetaria puede seguir expansiva, sin riesgos de inflación.

Por último, el viernes también se informó que el índice de indicadores líderes subió un 0,4%, también mejor que lo esperado.

"Estamos esperando un crecimiento sólido, si bien no espectacular, del PIB y del consumo este año, con una continua reactivación del mercado laboral", añade Gavin.

Su estimación del PIB para 2012 es de 2,5%, en torno al potencial.

"Contracción del crédito en Europa durará al menos hasta la elección de abril en Grecia"

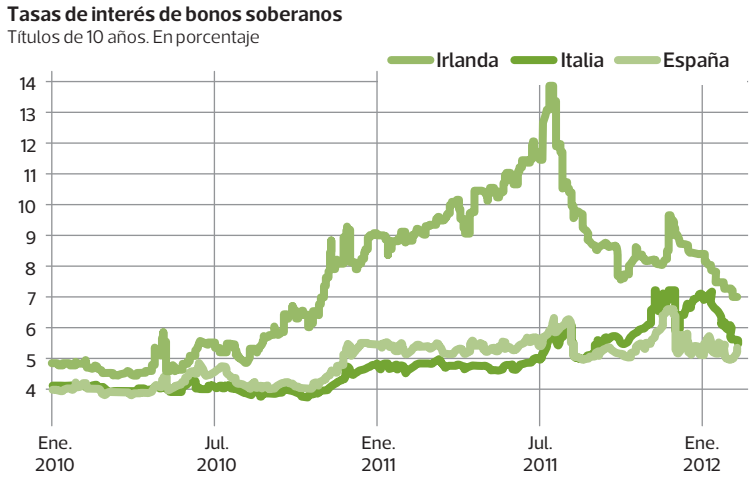
Klaus Zimmermann, director de IZA, en Bonn, cree que nuevo gobierno griego se comprometerá con reformas.

Por **M.R.K.**

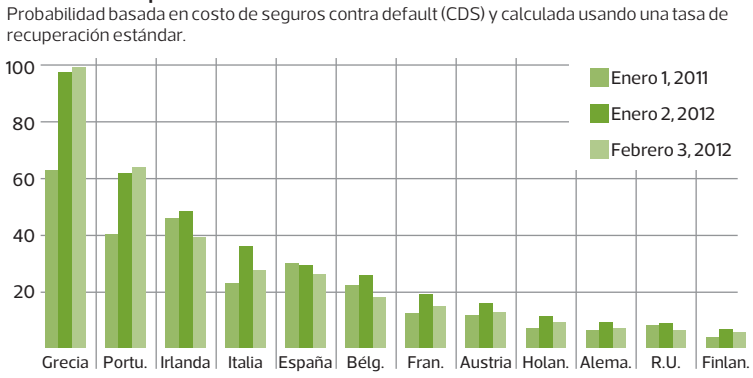
LA SAGA CONTINUA

Crédito interbancario se congela
Diferencial de tasa Euribor de tres meses y tasa de swaps overnight OIS. En puntos base.

Tasas de interés de bonos soberanos
Títulos de 10 años. En porcentaje



Probabilidad implícita de default
Probabilidad basada en costo de seguros contra default (CDS) y calculada usando una tasa de recuperación estándar.



FUENTE: International Institute of Finance

Hilda Oliva • LA TERCERA

Los focos están concentrados en Antonis Samaras, el líder del partido Nueva Democracia y el más probable ganador en las elecciones griegas de abril. La continuidad de Grecia en la Unión Monetaria Europea (UME), previo cumplimiento de los planes de ajuste fiscal, reformas y privatizaciones que la actual dirigencia de Atenas ha acordado con los gobiernos poderosos de la eurozona, depende de él. Y por ende, en buena parte, la salud de los mercados financieros.

Desde Bonn, Klaus Zimmermann, director del Instituto de Estudios Laborales (IZA, por su nombre en alemán), uno de los *think tanks* más importantes de Europa, dice que la contracción del flujo crediticio que hoy se aprecia en el continente perdurará al menos hasta la elección de un nuevo primer ministro en Grecia, para la cual aún no hay fecha fijada.

¿Cree que Grecia obtendrá asistencia financiera para sus pagos, ayudándola a evitar un *default* y su salida del euro?

Cualquiera que piense que el euro va a colapsar creo que está equivocado. Se está luchando para hacer todo lo posible por impedir ese desenlace y está resultando difícil, porque se está tratando de revertir décadas de políticas en unos cuantos meses. Pero tengo confianza y los círculos de poder en Alemania también, de que se hará posible una solución.

Wolfgang Schäuble decía en mayo que cualquier cosa era mejor que un *default* de Grecia; ahora dice que Europa está mejor preparada para resistir el *shock*. ¿Se está preparando el gobierno alemán para dejar que Grecia abandone el euro?

Esos comentarios son parte de la amenaza política. Es verdad que los bancos europeos están mejor preparados para resistir, pero eso no quiere decir que el gobierno alemán esté apuntando a eso. Por el contrario.

¿Cuánto deben caer los salarios, los precios internos de Grecia y el resto de los países en problemas para recuperar competitividad?

Es difícil estimarlo, se necesitan buenos modelos y en varios casos no tenemos las estadísticas, pero menos de 20% ó 30% no será suficiente. Irlanda ya lo hizo en esa proporción.

¿Cree que el gobierno griego que asuma en abril se comprometerá con semejante ajuste; hay más de un millón de desempleados?

Al final del día, las reformas tienen que implementarse con rapidez. No hay elección. La alternativa es el colapso de Grecia. Es verdad que hay una gran carga social, pero la dirigencia griega entiende que las reformas laborales y los límites de deuda son un requisito para crecer otra vez.

Se teme que una vez resuelto el problema griego, Portugal requerirá ajustes a su paquete de rescate. ¿Lo ve así?

No estoy muy involucrado con Portugal, pero creo que el acuerdo de rescate de Portugal es convincente.

¿Cómo ve la eurozona después de superado el tema griego?

Los bancos europeos, en particular los de Alemania y Francia, están muy expuestos a la eurozona y vemos que no hay confianza entre ellos. Pero el Banco Central Europeo (BCE) ya inundó el mercado con liquidez y las tasas de interés son muy bajas, y de hecho, las tasas reales son negativas. De este modo, no anticipo problemas ni mucho más que pueda hacer el BCE.

¿No requiere la eurozona más relajo cuantitativo?

Eso es lo que ha estado haciendo, lo que en la calle se llama 'imprimir dinero', y es suficiente.

¿La compra de bonos y los préstamos del BCE a la banca son suficientes para detener la contracción crediticia?

No creo que esta se revierta antes de una solución al tema griego. Como dije, hay temor entre los bancos de que la contraparte pueda quebrar. La contracción del crédito en Europa durará al menos hasta la elección de abril en Grecia.

Ya se le bajó el rating de deuda a Francia, que es verdaderamente sistémica. ¿Tiene aprensiones sobre ese país?

El problema con Francia es que Sarkozy conoce las reformas que el país necesita para hacerlo más competitivo y no ha hecho nada. Tampoco ha sido explícito en asegurarle al mercado que quiere ir en la dirección de las reformas que ha hecho Alemania, que le han permitido sortear las crisis. Y por supuesto, el candidato socialista François Hollande, de ganar las elecciones de este año, no seguiría ese camino. El tema es clave, porque si Francia y el resto de los países no hacen estas reformas, la eruozona finalmente va a colpasar.

¿Hay riesgo de que sin mejorar los prospectos de crecimiento de Francia sus números fiscales van a empeorar y, eventualmente, se verá en una crisis de liquidez, como Italia?

Eso es exactamente lo que estoy diciendo. Recuperar la confianza de los mercados en Europa depende de estas reformas.