

Crisis griega: potenciales repercusiones ante un escenario extremo

- El grado de inestabilidad política que se vislumbra para Grecia a corto plazo recomienda analizar cuál sería la secuencia de eventos ante un escenario potencial de exclusión o autoexclusión del país del Área euro.
- La secuencia de eventos que cabe plantearse como más probable pasa por un *default* desordenado de Grecia y la solicitud posterior de su salida del Área euro, con la consecuente adopción de una nueva divisa nacional.
- Bajo este escenario, Grecia debería abordar (i) la sustitución del euro como divisa en curso, (ii) la redenominación de instrumentos financieros bajo legislación nacional y (iii) el establecimiento de estrictos controles de capitales.
- Los beneficios para Grecia, en clave de ganancias de competitividad. Los costes principales: la ausencia de acceso a los mercados internacionales durante un período prolongado de tiempo y un deterioro significativo de las relaciones comerciales y de inversión con el exterior.
- El canal de transmisión de este escenario a los países del Área euro reside en una intensificación del castigo a economías en una posición de mayor vulnerabilidad y un rebrote de la percepción de riesgo sistémico en el conjunto del área.
- Otro efecto desestabilizador determinante, además del asociado al recrudecimiento de las condiciones financieras y la práctica imposibilidad de acceso de los mercados mayoristas por parte del sector privado, sería el derivado del impacto que el *default* de Grecia podría tener en los balances de las entidades bancarias europeas.
- La magnitud de los riesgos que puede desencadenar este hipotético escenario para Grecia nos lleva a reiterar la necesidad de que se acelere la reformulación del EFSF y que el BCE transmita de forma inequívoca su disposición a mantener activo el programa de compra de deuda pública.

La inestabilidad política en Grecia, con propuesta de referéndum incluida (si bien ya retirada), alerta de los crecientes riesgos de asistir a un escenario de máximo estrés en el medio plazo...

... ante lo cual nos planteamos la hipotética secuencia de eventos que se hubiera planteado ante una exclusión o autoexclusión del país del Área euro.

El grado de inestabilidad política que se vislumbra para Grecia a corto plazo, aun cuando haya sido rechazada la propuesta de celebración de un referéndum para valorar la aceptación de la población a las condicionalidades de los paquetes de rescate, recomienda analizar cuál sería la secuencia de eventos ante un escenario potencial de exclusión o autoexclusión del país del Área euro.

El análisis que se presenta a continuación es extensible a episodios similares que pudiesen llegar a producirse en otros Estados Miembros.

La progresión de acontecimientos más probable bajo un potencial escenario adverso para Grecia pasaría, en primer lugar, por un *default* desordenado del país dentro del Área euro y, a continuación, por la solicitud de su salida del área, adoptando una nueva divisa nacional.

Tres frentes a abordar: sustitución del euro como divisa en curso, redenominación de deudas y establecimiento de controles estrictos de capitales.

Pero, ¿puede un Estado miembro abandonar el Área euro? Es necesario destacar que la UME fue diseñada para ser irrevocable¹. No existen mecanismos de abandono de un país ni voluntarios ni forzados. Ahora bien, el artículo 50 del Tratado de Lisboa² permite a un país abandonar la UE mediante la negociación con el resto de Estados miembros. La operativa para dicha salida hace necesario que todos los países de la UE, incluido el país que decide salir, voten a favor de dicha propuesta. Sin estar prevista la posibilidad de abandono o expulsión de la UME, entendemos que una vía indirecta para hacerlo sería abandonando previamente la UE.

De confirmarse, **Grecia procedería a:**

- i. **la sustitución del euro como divisa en curso.** La vuelta a la moneda nacional, en principio, se realizaría con una devaluación significativa respecto al euro (del orden del 50%), con el objetivo de generar ganancias de competitividad vía tipo de cambio, capaces de compensar el ajuste en gasto doméstico que llevaría aparejado el propio abandono del Área euro y sentar las bases para la recuperación económica a medio plazo.
- ii. **la redenominación a la nueva moneda de todos los instrumentos financieros emitidos por residentes y sometidos a jurisdicción nacional,** independientemente de su tenedor. Esta medida afectaría a:
 - las posiciones (activas y pasivas) entre el banco central nacional y los bancos residentes;
 - los depósitos (en su mayoría, frente a residentes) y la financiación mayorista emitida en jurisdicción nacional, con independencia del tenedor;
 - el crédito bancario concedido a residentes;
 - la deuda pública. El gobierno podría tener discreción para decidir qué masas de balance se convertirían a la nueva moneda y, en particular, aquellas frente a no residentes y emitidas en jurisdicción nacional. De todos modos, se supone que la redenominación en moneda nacional de la deuda pública en poder de no residentes supone una “quita de facto” de su valor en euros, por lo que no sería necesario un *haircut* adicional.

Los agentes privados griegos posiblemente no

¹ Para más información ver: “Withdrawal and expulsion from the EU: some reflections”. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scplps/ecblwp10.pdf>

² Para más información ver: <http://www.lisbon-treaty.org/wcm/the-lisbon-treaty/treaty-on-european-union-and-comments/title-6-final-provisions/137-article-50.html>

tendrían capacidad para cambiar la denominación de sus deudas contraídas con el exterior y bajo legislación extranjera, con el impacto que ello podría originar sobre su posición de balance.

Este proceso debería de venir acompañado de estrictos controles de capitales para evitar la huida de fondos asociada al impacto de la devaluación sobre el contravalor en euros de los activos financieros.

Redenominación de la deuda en un escenario de abandono del Área euro: efectos sobre el balance de los sectores institucionales de la economía. Fuente: Afi

A Banco central P		A Bancos P		A Gobierno P		A Sector privado P	
Préstamos	Efectivo	Coefficiente de caja	Préstamos con BC	Deuda pública	Depósitos	Préstamos y deuda con residentes	
Reservas FX	Coefficiente de caja	Préstamos a residentes	Depósitos minoristas	Bancos residentes	Financiación mayorista a bancos	Préstamos y deuda con no residentes (legislación extranjera)	
		Préstamos a no residentes	Financiación mayorista (residentes)	Bancos extranjeros	Deuda pública		
		Deuda Pública	Financiación mayorista (no residentes)	Sector privado			
				Otros no residentes			
				BCE / banco central			

Clave:

ROJO: no es posible (o no tiene sentido) redenominar en la nueva moneda doméstica
 AZUL: deberá tomarse una decisión sobre si redenominar o no
 NEGRO: necesariamente se redenominarán a la nueva moneda doméstica

Los beneficios para el país heleno, en clave de ganancias de competitividad. Los costes, además de los operativos y legales propios del abandono del euro, tendrían en la ausencia de acceso a los mercados internacionales durante un período prolongado de tiempo y en un deterioro significativo de las relaciones comerciales y de inversión con el exterior, sus principales exponentes.

En el análisis coste-beneficio planteado por Grecia para decidir finalmente una salida del euro, las ganancias de competitividad y las menores exigencias en términos de ajuste fiscal justificarían el vector de beneficios. Ahora bien, en el de costes, además de las restricciones políticas, operativas y legales derivadas del abandono y comentadas anteriormente, es necesario destacar:

- I. la **ausencia de acceso a los mercados internacionales** durante un período de tiempo prolongado. Ello podría hacer necesario un programa de ayudas por parte del FMI, sujeto por supuesto a estricta condicionalidad.
- II. un **deterioro significativo de las relaciones comerciales y políticas de Grecia con el exterior**: la estabilidad institucional se vería fuertemente cuestionada y las decisiones de inversión extranjera se reducirían de forma drástica.
- III. una **elevada inestabilidad de precios**, que derivaría en la fijación de tipos de interés nominales de referencia próximos o superiores a los dos dígitos.

¿Y para los países del Área euro resultante? Intensificación del contagio

Al margen de las implicaciones que tendría para Grecia su salida del euro, lo relevante es **tratar de determinar el**

a aquellos con una posición más vulnerable.

impacto de esta decisión sobre los países miembros del Área euro resultante. El canal natural de transmisión de este escenario pasa por una intensificación del castigo a aquellas economías con una posición de mayor vulnerabilidad y por un rebrote de la percepción de riesgo sistémico en el conjunto del área.

El abandono de un país sentaría un precedente que alimentaría el temor a que otros países con una situación similar (recortes fiscales y debilidad económica) decidiesen optar por la misma solución. Irlanda y Portugal, economías bajo programas de rescate (en especial Portugal), serían las principales candidatas. Las presiones al alza en los costes de financiación de Italia y España también serían muy intensas.

Exposición a deuda griega por país (millones de USD) a junio de 2011

	TOTAL	Banca europea	Francia	Alemania	Italia	España
Exposición total	131.120	120.807	55.739	21.372	3.728	1.155
Sector público	39.027	36.578	10.686	12.411	1.871	462
Bancos	9.692	6.696	1.583	1.842	191	28
Sector privado (no bancos)	82.307	77.439	43.470	7.119	1.666	665
Otros	94	94	...	0	...	0

Fuente: Afi, BIS

El otro efecto desestabilizador clave, el derivado del impacto que el *default* de Grecia podría tener sobre los balances de las entidades bancarias.

El otro efecto desestabilizador clave, además del natural asociado al recrudecimiento de las condiciones financieras y la práctica imposibilidad de acceso de los mercados mayoristas por parte del sector privado, **es el derivado del impacto que el *default* de Grecia podría tener en los balances de las entidades bancarias (no solo en términos de exposición a deuda pública sino también de préstamos concedidos al sector público y privado)**. Además de incrementar substancialmente las necesidades potenciales de capital respecto a las cifras barajadas hasta el momento, podría intensificar, sin duda, la restricción de crédito a la economía real y deterioraría significativamente la capacidad de recuperación económica del área.

La magnitud de los riesgos que puede desencadenar el “caso Grecia” nos lleva a reiterar la necesidad de que se acelere la reformulación del EFSF y que el BCE transmita de forma inequívoca su disposición a mantener activo el programa de compra de deuda pública.

Es por ello que, conscientes de la magnitud de los riesgos que puede desencadenar el “caso Grecia”, reiteramos la necesidad de que se acelere la concreción de la nueva operativa de la facilidad de estabilidad financiera (pendientes de la reunión del Eurogrupo del próximo lunes) y de que el BCE transmita de forma inequívoca su disposición a mantener activo su programa de compra de deuda pública. Solo cortafuegos sólidos pueden evitar que, ante una resolución no exitosa de la situación griega, el contagio al resto de soberanos deje de ser gestionable.