

Grecia podría reestructurar su deuda sin salirse del euro

Miércoles 22 de abril de 2015. Publicado en Expansión.

Federico Steinberg y Miguel Otero Iglesias son investigadores principales del Real Instituto Elcano | @Steinbergf - @miotei

Grecia se está quedando sin dinero. Consiguió a duras penas hacer frente al vencimiento que tenía con el Fondo Monetario Internacional (FMI) el pasado 9 de abril, pero ahora se enfrenta a dos nuevos pagos, con el propio Fondo y con el Banco Central Europeo (BCE) para los que no cuenta con recursos. [Desde que Syriza llegó al poder](#), el aumento de la incertidumbre y la negativa de la Troika y el Eurogrupo a desembolsar el último tramo del rescate de 7.200 millones de euros, han acelerado las fugas de depósitos y capital y han ralentizado la economía, terminando por secar las arcas públicas. Poco importa que el servicio de la deuda sea bajo o que el perfil de vencimientos con los acreedores (que son en su mayoría los países europeos e instituciones internacionales y no inversores privados) sea a largo plazo. Si no recibe una nueva inyección de fondos, **Grecia se enfrentará a la disyuntiva de hacer un default interno** (en forma de impago de pensiones o salarios públicos) **o externo** (a sus acreedores). Y probablemente el gobierno liderado por Tsipras optará por la segunda opción.

Ante este escenario ha vuelto el [debate sobre la salida de Grecia del euro](#), una salida que nadie quiere pero que podría venir causada por un accidente (bautizado como *Grexident*) derivado de que los principales actores involucrados –sobre todo los gobiernos de Grecia y Alemania – [calculen mal las implicaciones del “juego del gallina”](#) en el que están involucrados. Los dos van a 200 kilómetros por hora hacia el **precipicio del Grexident** con el convencimiento de que no se va a producir porque el otro va a frenar o girar antes. Según esta narrativa, si ninguno de los dos cede, al impago le seguiría una salida de capitales, un corralito y un corte de la financiación de los bancos griegos por parte del BCE, que forzaría la salida de Grecia del euro [en contra del deseo de la ciudadanía griega](#), que mayoritariamente apoya tanto a su nuevo gobierno como la permanencia en la zona euro.

Sin embargo, existe una posibilidad intermedia, que además sería mucho más provechosa para todos: **un default de deuda dentro del euro**. Se trataría de instrumentar una reestructuración de los compromisos financieros de Grecia con sus acreedores públicos en el marco de un nuevo acuerdo del Eurogrupo, por el cual Grecia conseguiría nueva financiación a cambio de una nueva condicionalidad, pero todo sin poner en riesgo su pertenencia al euro. Aunque esta no es la opción preferida por los acreedores, que sufrirían pérdidas en sus préstamos, y tampoco está exenta de riesgos porque las reestructuraciones nunca son fáciles, con ella, Alemania y sus socios conseguirían alejar (tal vez

de una vez por todas) el fantasma de la salida de un país de la moneda única. Asimismo, este acuerdo permitiría a Syriza salvar la cara en casa y, lo que es más importante, evitaría un referéndum en Grecia sobre la pertenencia al euro, reduciendo así las incertidumbres asociadas al mismo.

Nadie duda de que **las negociaciones entre Grecia y el Eurogrupo seguirían siendo tensas y duras**, pero tras un default controlado que implicaría que los acreedores pagasen al FMI y al BCE y que recapitalizasen a la banca griega para poder mantener la liquidez del BCE, éstas se producirían lejos del precipicio del *Grexit* que desde 2010 amenaza con hundir al euro a pesar de los avances en la integración que se han producido en los últimos años. Ni siquiera los más optimistas pueden asegurar que la salida de un país del euro no causaría un cataclismo a corto plazo. Además, aunque el contagio hacia otros países fuera evitable y el euro pudiera superar este shock, el precedente de que la pertenencia a la unión monetaria es reversible sería muy peligroso a medio y largo plazo: si el riesgo de vuelta a la moneda nacional existe, futuras crisis en otros países de la periferia elevarían las primas de riesgo rápidamente devolviéndonos a la inestabilidad previa a las palabras de Draghi de junio de 2012, tras las que los mercados se calmaron ante el compromiso del BCE de jugar el papel de prestamista de último recurso. En otras palabras, **si Grecia sale, el euro ya no es irreversible** y la zona euro deja de ser una unión monetaria para convertirse en un mero mecanismo de tipos de cambio fijos, que por definición es susceptible de ser atacado por los especuladores.

Por lo tanto, **demostrar a los mercados que un impago dentro de la zona euro no equivale al fin de la unión monetaria** (de hecho, en 2011 ya se produjo una quita a los acreedores privados de Grecia), aunque tendría un precio y no estaría exento de riesgos y de negociaciones técnicas complejas, **sería una opción relativamente barata** (al menos comparada con las alternativas que hay hoy sobre la mesa). Con ella se conseguiría sustituir el precipicio que tenemos a nuestros pies por un puente que conduciría a una larga carretera, en la que Grecia y sus acreedores seguirían avanzando hacia la integración y en la que, como hasta ahora, los griegos dependerían de la solidaridad condicional de sus socios, que, para evitar riesgos morales, les seguirían exigiendo reformas por cada uno de los nuevos préstamos.

En realidad esta opción no debería ser tan difícil de aceptar por parte de Alemania, que a lo largo de toda esta crisis siempre se ha resistido a ceder en sus posiciones, pero al mismo tiempo ha mostrado flexibilidad cuando la integridad del euro ha estado en peligro. Desde 2009 hemos visto que ocurrían cosas impensables, que además no estaban contempladas en la arquitectura original del euro, desde los rescates hasta la reestructuración de la deuda privada griega, pasando por la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), la unión bancaria o la compra masiva de deuda pública por parte del BCE. Por el camino, muchos han vaticinado el fin de la unión monetaria, pero el euro ha resistido. **Si ahora se produjese una reestructuración ordenada de la deuda griega y se eliminase la opción de *Grexit*, la moneda única**

saldría fortalecida y los europeos demostrarían que cuando dicen que tienen un destino común, lo creen de verdad.