



El fracaso del euro

La pequeña divisa que no pudo resistir

Martin Feldstein (*)

Copyright 2012 Council On Foreign Relations, Publisher Of Foreign Affairs. All rights reserved. Distributed by Tribune Media Services.

El euro debe reconocerse ahora como un experimento fallido. Este fracaso, surgido a poco más de 12 años de la introducción del euro, en 1999, no ha sido un accidente ni el resultado de una mala gestión burocrática, sino el inevitable resultado de imponer una sola divisa a un grupo muy heterogéneo de países. Las consecuencias económicas negativas del euro incluyen las

crisis de deuda soberana en varios países europeos, la fragilidad de los principales bancos europeos, los altos niveles de desempleo en toda la zona del euro y el gran déficit comercial que actualmente asuela a la mayoría de los países de la zona del euro.

El objetivo político de crear una Europa que conviva en armonía también ha fracasado. Francia y Alemania han dicta-

(*) Feldstein, Martin, (2012) "El fracaso del euro", Foreign Affairs Latinoamérica, Vol. 12 : Núm. 2 , pp. 123-133 . Disponible en: www.fal.itam.mx

Martin Feldstein es profesor de la cátedra George F. Baker de Economía en la Harvard University y Presidente Emérito del National Bureau of Economic Research. Fue Presidente del Council of Economic Advisers de 1982 a 1984. Este artículo es una adaptación de un documento de trabajo del National Bureau of Economic Research (nber) "The Euro and European Economic Performance".

La dinámica del mercado pone en movimiento un proceso de autorrefuerzo en el que las crecientes tasas de interés llevaron a los países al borde de la insolvencia.

do medidas de austeridad dolorosas en Grecia e Italia como condición para otorgarles ayuda financiera; París y Berlín se han enfrentado debido al papel del Banco Central Europeo (BCE) y por la forma como se compartirá la carga de la ayuda financiera.

El impulso inicial que dio lugar a la unión monetaria europea y al euro es político y no económico. Los políticos europeos llegaron a la conclusión de que el uso de una moneda común inculcaría entre sus poblaciones un mayor sentido de pertenencia a una comunidad europea, y que cambiar responsabilidad por la política monetaria de las capitales nacionales a un banco central único en Fráncfort señalarían un cambio del poder político.

El motivo político primario de una mayor integración europea era, y aún podría ser, mejorar el papel de Europa en los asuntos mundiales. En 1956, justo después de que Estados Unidos obligara a Francia y al Reino Unido a retirar sus fuerzas del Canal de Suez, el Canciller de Alemania, Konrad Adenauer, le dijo a un político francés que los Estados europeos por sí solos nunca serían potencias mundiales, pero “aún les queda una manera de desempeñar un papel decisivo en el mundo: unirse para formar Europa... Europa será su venganza”. Un año después, el Tratado de Roma lanzó el Mercado Común.

El Mercado Común se amplió en 1967 para formar las Comunidades Europeas, y luego, en 1992, el Tratado de Maastricht dio origen a la Unión Europea, que creó un área de libre comercio más amplia, proporcionó movilidad laboral y estableció un calendario para la adopción de una moneda única y un mercado europeo integrado para bienes y servicios. La Comisión Europea inició este acuerdo como un peldaño hacia una mayor unidad política y enarboló el sustancioso argumento de que la zona de libre comercio sólo podía tener éxito si los países miembros utilizaban una moneda única. (No hay, por supuesto, nada en la lógica o en la experiencia económica que sugiera que el libre comercio requiere una moneda única. El Tratado de Libre Comercio para América del Norte, por ejemplo, ha estimulado un aumento en el comercio, sin que a nadie se le haya ocurrido que Estados Unidos, Canadá y México debían tener una divisa única.)

Alemania se resistió a la decisión de crear una moneda única; estaba renuente a renunciar al marco alemán, a la estabilidad de precios y a la prosperidad que le había aportado la economía de posguerra del país. Pero Alemania finalmente cedió, y Francia y otros lograron establecer un calendario que conduciría a la puesta en marcha del euro en 1999. Sin embargo, Alemania logró influir sobre algunas de las características del BCE: la independencia formal del banco, su único objetivo de política de estabilidad de precios, la prohibición de

comprar bonos de los gobiernos miembros, una regla de “no rescate” para los países que se declararan insolventes y su ubicación en Fráncfort. Alemania también forzó la creación de un acuerdo de estabilidad que establecía sanciones financieras para cualquier país que tuviera un déficit presupuestario de más del 3% de su PIB o una deuda que excediera el 60% de su PIB. Cuando Francia y Alemania violaron estas condiciones, el Consejo de Ministros votó en contra de imponer sanciones, y los términos del pacto se debilitaron, por lo que ahora carecen de sentido.

CRÓNICA DE UNA MUERTE ANUNCIADA

Mucho antes de que el euro fuera presentado oficialmente, los economistas señalaron los efectos adversos que podría tener una moneda única sobre las economías de europeas. (Véase, por ejemplo, el artículo que escribí para *Economist* en 1992, “The Case Against the Euro”, o el ensayo publicado en 1997, en el volumen 76, número 6 de *Foreign Affairs* “emu and International Conflict”.) Las monedas únicas exigen que todos los países de la unión monetaria apliquen la misma política monetaria y la misma tasa de interés básica; las tasas de interés difieren entre los prestatarios sólo debido a las diferencias percibidas en el riesgo crediticio. Una moneda única también significa un tipo de cambio fijo dentro de la unión monetaria y el mismo tipo de cambio con respecto a todas las demás monedas, incluso cuando los distintos países de la unión monetaria se beneficiarían de cambios en los valores relativos. Los economistas explicaron que el euro, por lo tanto, provocaría mayores fluctuaciones en la producción y el empleo, un ajuste mucho más lento hacia reducciones a la demanda agregada y desequilibrios comerciales persistentes entre Europa y el resto del mundo. De hecho, todos estos resultados negativos han ocurrido en los últimos años.

Ésta es la razón: cuando un país tiene su propia política monetaria, puede responder a una disminución de la demanda reduciendo las tasas de interés para estimular la actividad económica. Sin embargo, el BCE debe hacer la política monetaria con base en la condición general de todos los países de la unión monetaria. Esto crea una situación en la que las tasas de interés son demasiado altas en los países en donde el desempleo está aumentando y demasiado bajas en los países con un rápido aumento de los salarios. Debido al gran tamaño de la economía alemana con respecto a otras economías europeas, la política monetaria del BCE al tomar decisiones, debe darles mayor peso a las condiciones de Alemania del que le da a las condiciones de otros países.

La dura política antiinflacionaria del BCE provocó que las tasas de interés bajaran en países como Italia y España, donde las expectativas de alta inflación han mantenido altas las tasas de interés. Los hogares y los gobiernos de esos países



respondieron a las bajas tasas de interés aumentando su endeudamiento: los hogares mediante el aumento de su deuda para financiar un incremento en la construcción de vivienda y en los precios de las casas, y los gobiernos utilizándola para financiar programas sociales más amplios.

Como resultado de ello, la proporción entre la deuda pública y privada y el PIB aumentó rápidamente en varios países, incluidos España, Grecia, Irlanda e Italia. A pesar del aumento del riesgo para los prestamistas que esto implicaba, los mercados mundiales de capital no respondieron subiendo las tasas de interés de los países con mayor nivel de endeudamiento. Los compradores de bonos supusieron que un bono emitido por un gobierno miembro de la unión monetaria europea era tan seguro como un bono emitido por cualquier otro gobierno de la unión, e hicieron caso omiso de la disposición de “no rescate” del Tratado de Maastricht. Como resultado de ello, las tasas de interés de los bonos griegos e italianos sólo diferían de la tasa de los bonos alemanes por una pequeña fracción de un punto porcentual.

Antes de que se estableciera la unión monetaria, los grandes déficits fiscales provocaban generalmente tasas de interés más altas o la devaluación del tipo de cambio. Estas señales del mercado actuaban como una advertencia automática para que los países redujeran su endeudamiento. La unión monetaria eliminó estas señales del mercado e impidió el aumento del costo de los fondos que de otra manera habría limitado el endeudamiento de los hogares. El resultado fue que los países

se endeudaron demasiado y los bancos prestaron demasiado para la adquisición de vivienda sobrevalorada.

A principios de 2010, cuando los mercados reconocieron el error de considerar a todos los países de la zona del euro igualmente seguros, las tasas de interés sobre la deuda soberana de España, Grecia e Italia comenzaron a aumentar. La dinámica del mercado puso en marcha un proceso de autorrefuerzo en el que las crecientes tasas de interés llevaron a los países al borde de la insolvencia. En particular, el temor de que Grecia pudiera tener problemas para cumplir con el pago de su deuda provocó que las tasas de interés sobre la deuda griega aumentaran; la expectativa de pagos de intereses futuros más altos implicó una carga de la deuda futura aún mayor. Lo que comenzó como una preocupación por el problema de liquidez de Grecia —en otras palabras, por la capacidad de Grecia de tener el dinero para cumplir con los siguientes pagos de intereses— se convirtió en un problema de solvencia, un temor de que Grecia nunca fuera capaz de pagar su deuda existente y acumulada. Esto hizo que las tasas de interés subieran aún más y provocó, finalmente, una moratoria parcial negociada, en la que algunos de los tenedores de deuda soberana griega aceptaron una reducción del 50% del valor de sus bonos. A su vez, la experiencia griega aumentó el riesgo percibido de la deuda del gobierno italiano, lo que provocó que las tasas de interés sobre los bonos del gobierno italiano subieran de menos del 4%, en abril de 2010, a más del 7%, en noviembre de 2011 (una tasa que provocará que la deuda del gobierno aumente más rápidamente que el ingreso nacional, lo que llevará a Italia al borde de la insolvencia).

Una dinámica de mercado diferente afectó la relación entre los bancos comerciales europeos y los gobiernos de Europa. Puesto que los bancos habían invertido mucho en bonos del gobierno, la disminución del valor de esos bonos perjudicaron a los bancos. Los bancos recurrieron, entonces, a sus gobiernos para proteger a sus depositantes y demás acreedores, con lo que aumentaron el problema original. En España e Irlanda, este ciclo comenzó con el incumplimiento de los créditos hipotecarios, lo que perjudicó a los bancos y obligó a los gobiernos a garantizar las tenencias de los depositantes y de otros acreedores de los bancos, con lo que se agregó a la deuda del gobierno. La fuerte inversión de los bancos en bonos del gobierno implicó, entonces, que la debilidad de la deuda gubernamental española e irlandesa afectara aún más a los bancos.

EL EURO EN TERAPIA INTENSIVA

Para el otoño de 2011, varios países europeos tenían una proporción deuda- PIB lo suficientemente alta como para que la moratoria fuera una posibilidad seria. Una marcada reducción de la deuda soberana no es una solución factible porque dañaría sustancialmente a los bancos europeos, y posiblemente también a los bancos y a otras instituciones financieras de Estados Unidos.

Los líderes políticos europeos han propuesto tres estrategias diferentes para hacer frente a esta situación. Primero, dirigi-

dos por Angela Merkel, la Canciller de Alemania, y por el presidente de Francia Nicolas Sarkozy, los funcionarios de la eurozona acordaron, en octubre de 2011, que los bancos comerciales debían aumentar sus proporciones de capital y que el tamaño del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), creado en mayo de 2010 para financiar el endeudamiento gubernamental de Grecia y de otros países de la eurozona, se debía aumentar de 400 000 millones de euros a más de un billón de euros. Esta última medida tenía la intención de proporcionar garantías de seguro que permitirían que Italia y España accedieran a los mercados de capital con tasas de interés razonables.

No obstante, el plan de incrementar el capital de los bancos no ha funcionado, porque los bancos no desean diluir las tenencias de sus actuales accionistas buscando capital privado o público y, por lo tanto, han estado aumentando sus proporciones de capital reduciendo los préstamos, en particular a los prestatarios de otros países, lo que ha provocado una desaceleración de la actividad económica europea. El FEEF tampoco puede pedir fondos adicionales, debido a que Alemania—el mayor garante potencial de esa deuda— se opone a ello. Por otra parte, incluso un billón de euros no sería suficiente para darle al FEEF suficientes fondos que otorgaron garantías efectivas para los posibles compradores de deuda italiana y española, si esos países parecieran insolventes.

La segunda estrategia, presentada por Francia, sugiere que el BCE compre los bonos de España, de Italia y de otros países muy endeudados para mantener bajas sus tasas de interés. El BCE ya ha venido haciendo esto de forma limitada, pero no lo suficiente como para evitar que las tasas griegas e italianas alcancen niveles insostenibles. Pedirle al BCE que extienda esta política contradiría de manera directa las condiciones de “no rescate” del Tratado de Maastricht. Alemania se opone a esa medida debido a su potencial inflacionario y al riesgo de tener pérdidas en esos bonos. Dos miembros alemanes del comité ejecutivo del BCE han renunciado debido a este asunto.

La tercera estrategia es respaldada por personalidades, como Merkel, que desean utilizar la crisis actual para promover el desarrollo de una unión política. Piden una unión fiscal en la que los países que tengan superávits presupuestarios transferirían fondos cada año a los países que tengan déficits presupuestarios y comerciales. A cambio de dichas transferencias, la Comisión Europea tendría la autoridad para revisar los presupuestos nacionales y forzar a los países a adoptar políticas que reducirían sus déficits fiscales, aumentarían su crecimiento y elevarían su competitividad internacional.

Este tipo de transferencias ya ha sucedido en Grecia y en Italia. El caso de Grecia ha sido el más dramático. Para octubre de 2011, Grecia ya no podía solicitar préstamos en el mercado global de capitales y, por lo tanto, tuvo que depender del crédito otorgado por el BCE y por el Fondo Monetario Internacional para pagar a los servidores públicos y mantener sus programas de bienestar social. Merkel y Sarkozy convocaron a Yorgos Papandreu, Primer Ministro de Grecia, a Bruselas y le dijeron que debía abandonar el plan que había anunciado

para llevar a cabo un referéndum nacional sobre las medidas de austeridad que otros miembros de la zona euro estaban imponiendo. Le dijeron que debía, en cambio, persuadir al Parlamento griego para que aceptara la rígida estrategia para reducir el déficit presupuestario, creada por Merkel y Sarkozy, o enfrentarse a la expulsión de la eurozona. Papandreu aceptó e hizo que el Parlamento aprobara la legislación necesaria. Luego renunció, y Lukás Papadimos, quien fuera vicepresidente del BCE, fue designado Primer Ministro temporal con la responsabilidad de instrumentar los recortes al presupuesto concebidos en Bruselas. Sin embargo, las renuncias parlamentarias y los disturbios públicos subsiguientes han mostrado hasta qué punto resiente el pueblo griego el haber sido obligado por Alemania a cambiar su comportamiento económico, a aceptar el despido de empleados del gobierno que pensaban que tenían un empleo de por vida y a reducir la demanda en un momento en el que el desempleo muestra cifras de dos dígitos y el PIB desciende rápidamente. Al mismo tiempo, muchos votantes en Alemania resienten que se le envíe dinero a Grecia y que las reglas del BCE sufran un cambio radical.

La situación en Italia es diferente porque todavía no depende de las transferencias explícitas del BCE o del Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, Italia sí depende del apoyo del BCE para limitar el aumento de la tasa de interés de sus fondos del tesoro. Francia y Alemania presionaron a Italia para que adoptara nuevas políticas presupuestarias, lo que provocó la renuncia del primer ministro Silvio Berlusconi en noviembre y el nombramiento de un gobierno tecnócrata comprometido con resolver los problemas fiscales de Italia. El euro, por lo tanto, ha provocado tensiones y conflictos dentro de Europa que de otra forma no se habrían presentado. Fijar nuevas medidas para lograr una unión fiscal permanente sólo exacerbaría estas tensiones.

LAS IMPOSIBLES CUENTAS DE GRECIA

El déficit presupuestal de Grecia del 9% del PIB es demasiado alto para evitar una suspensión de pago total de su deuda nacional. Dado que la actual proporción deuda-PIB de Grecia es del 150%, y que el valor actual del PIB de Grecia en términos nominales en euros cae a razón del 4% anual, la proporción de endeudamiento aumentará durante el año próximo al 170% del PIB. Refinanciar la deuda a medida que se vence y pagar tasas de interés más altas aumentaría la deuda total aún más rápidamente.

Incluso si una disminución más general de la deuda griega redujera los pagos de intereses a la mitad, el déficit seguiría siendo del 6% del PIB de Grecia, y la proporción deuda-PIB aumentaría al 165% del PIB después de 12 meses. Además, esto ni siquiera tiene en cuenta los efectos adversos que la reducción de la deuda tendría sobre los bancos griegos. El gobierno griego se vería forzado a proporcionar pagos para los depositantes griegos, lo que aumentaría aún más la deuda nacional.

Para lograr una vía sostenible, Grecia debe comenzar por re-



ducir la proporción entre su deuda nacional y el PIB. Esto será prácticamente imposible mientras el PIB real de Grecia siga disminuyendo. La aritmética presupuestaria básica implica que incluso si el PIB real de Grecia comienza a crecer en un 2% (de una tasa real de reducción del 7%) y si la inflación llega al objetivo del BCE del 2%, el déficit no puede superar el 6% del PIB si se desea que la proporción de endeudamiento deje de aumentar. Dado que tan sólo los intereses de la deuda son de alrededor del 6% del PIB, el resto del presupuesto de Grecia debe llegar a un equilibrio de su déficit actual del 3%.

Reducir el pago de intereses a la mitad y equilibrar al mismo tiempo el resto del presupuesto disminuiría la proporción muy lentamente, del 150% actual al 145% después de 1 año, incluso si no fuera necesario hacer pagos a los depositantes de los bancos y a otros acreedores. No está claro si los mercados financieros esperarán mientras Grecia camina por la cuerda floja fiscal para alcanzar una proporción de endeudamiento sostenible bien por debajo del 100%.

La situación en Italia es mucho mejor. Italia ya tiene un índice de crecimiento ligeramente positivo y un superávit presupuestario primario, y los ingresos por impuestos superan, en alrededor del 1% del PIB, las erogaciones gubernamentales que no devengan intereses. El déficit presupuestario total del país es de aproximadamente el 4% del PIB; una reducción del déficit equivalente al 2% del PIB sería suficiente para comenzar a reducir la proporción entre la deuda y el PIB. Esto no debería de ser difícil de lograr, ya que el gasto público representa apenas el 50% del PIB. La posibilidad de un déficit presupuestario decreciente ya ha reducido las tasas de interés para los nuevos créditos del gobierno del 7.5% al 6.5%. Eliminar el déficit presupuestario y empezar a disminuir la

proporción de endeudamiento más rápidamente podría reducir las tasas de interés al nivel del 4% que prevalecía en Italia antes del comienzo de la crisis.

CAMBIO DE LUGAR

Incluso si los países de la eurozona redujeran sus grandes déficits presupuestarios y mitigaran así la amenaza para los bancos comerciales que han invertido en bonos del gobierno, otro problema causado por la unión europea continuaría: la diferencia entre los miembros de la eurozona en términos de competitividad en el largo plazo, lo que provoca diferencias sostenidas en los balances comerciales que no se pueden financiar.

Durante el año pasado, Alemania tuvo un superávit comercial de casi 200 000 millones de dólares, mientras que otros miembros de la eurozona tuvieron déficits comerciales que suman los 200 000 millones de dólares. Una medida más completa que tiene en cuenta el ingreso neto por inversión revela que Alemania tiene un superávit de cuenta corriente del 5% del PIB, mientras que Grecia tiene un déficit de cuenta corriente de cerca del 10% del PIB. En otras palabras, Alemania puede invertir en el resto del mundo una cantidad igual al 5% de su PIB, mientras que Grecia debe pedir prestada una cantidad equivalente a casi el 10% de su PIB para pagar sus importaciones actuales.

Si Grecia no formara parte de la eurozona, su tipo de cambio se ajustaría con el tiempo para evitar este gran y creciente déficit comercial. Más específicamente, la necesidad de financiar el déficit comercial provocaría que el valor de la divisa griega disminuyera, lo que permitiría que las expor-

taciones griegas fueran más atractivas para los compradores extranjeros y alentaría a los consumidores griegos a sustituir las importaciones por bienes y servicios griegos. El mayor costo de las importaciones también reduciría los ingresos personales reales en Grecia, lo que reduciría el gasto de los consumidores y liberaría bienes y servicios griegos que se exportarían para la venta en el extranjero.

Sin embargo, como Grecia es parte de la eurozona, no existe este mecanismo automático de ajuste. Grecia se enfrenta al problema persistente de un creciente déficit de cuenta corriente, que ahora alcanza el 10% del PIB, debido a que la productividad de Grecia (producción por empleado) aumenta de manera más lenta que en Alemania, lo que provoca que el precio de los bienes griegos aumente en relación con el precio de los bienes alemanes y de otros países europeos. Más específicamente, si la producción por empleado en Alemania aumenta en un 3% al año, los salarios reales sólo pueden aumentar en un 3%. Si el BCE mantiene la inflación en la eurozona en alrededor del 2%, los salarios alemanes pueden aumentar en un 5% al año. Si los salarios griegos también aumentarían en un 5% al año mientras la productividad en Grecia sólo aumenta en un 1% al año, el precio de los bienes y servicios griegos aumentaría un 2% más rápido que el precio de los productos alemanes. Ese incremento en el precio relativo de los bienes y servicios provocaría que las importaciones griegas aumenten y que las exportaciones se estanquen, lo que crea un déficit comercial cada vez mayor. Este problema podría evitarse si el aumento anual de los salarios en Grecia se limitara a un 2% menos que el aumento salarial de Alemania. Por supuesto, esto podría ser políticamente difícil en la muy sindicalizada economía griega.

Pero limitar el aumento de los salarios en Grecia sólo evitaría que la competitividad griega se siguiera deteriorando en el futuro. Evitar que la competitividad griega se deteriore aún más no corregiría el déficit de cuenta corriente anual existente de casi el 10% del PIB que Grecia debe seguir financiando. Eliminar el déficit de cuenta corriente existente requeriría que los precios griegos fueran mucho más competitivos de lo que son ahora, reduciendo el costo de producir los bienes y servicios griegos en alrededor del 40% con respecto al costo de producir bienes y servicios en el resto de la eurozona. Puesto que no es probable que esto se logre mediante un aumento de la productividad, se debe lograr reduciendo los salarios reales con respecto a los salarios reales de Alemania y de otros países de la eurozona. Esto podría ser un proceso muy doloroso, que se lograría a costa de años de altos índices de desempleo y de menores ingresos. Grecia tiene actualmente un índice de desempleo oficial del 16%, y su PIB real disminuye en un 7% cada año. Continuar con un desempeño tan deficiente durante una década o más es virtualmente impensable en una democracia. Por otra parte, ya que ese proceso reduciría el actual déficit de cuenta corriente sólo durante un largo período, Grecia necesitaría seguir endeudándose para financiar su desequilibrio en cuenta corriente. Incluso si Alemania estuviera dispuesta a formalizar una asistencia financiera de largo plazo mediante

el establecimiento de una unión de transferencia para suministrar esos fondos, los controles que Berlín exigiría para que los salarios y los ingresos siguieran disminuyendo crearían graves tensiones políticas entre Alemania y Grecia.

LA TENTACIÓN DE LA DEVALUACIÓN

La alternativa es que Grecia se retire de la eurozona y regrese a su propia moneda. Aunque no hay ninguna disposición en el Tratado de Maastricht para esa medida, los líderes políticos de Grecia y de otros países están, sin duda, considerando esa posibilidad. Aunque Grecia se beneficia por ser miembro de la eurozona al recibir transferencias de otros países de la eurozona, está pagando un precio muy alto en términos de desempleo y descontento social. Abandonar el euro en este momento y crear un nuevo dracma permitirían una devaluación y una moratoria que podría implicar mucho menos dolor económico que la trayectoria actual. Esta estrategia de devaluación y moratoria ha sido la respuesta estándar de países de Asia y América con déficits fiscales y comerciales demasiado grandes; estos países pudieron devaluar sus monedas porque no eran parte de una unión monetaria.

Alemania ahora está dispuesta a pagar para evitar que Grecia se retire de la eurozona, porque teme que la deserción de Grecia pudiera provocar la ruptura de toda la unión monetaria y eliminar el tipo de cambio fijo que ahora beneficia a los exportadores alemanes y a la economía alemana de manera más general. Si Grecia se retira y devalúa su moneda, los mercados de capital globales podrían suponer que Italia consideraría una estrategia similar. De hecho, el aumento resultante de la tasa de interés sobre su deuda podría obligar a Italia a seguir este camino. Además, si Italia vuelve a la nueva lira y la devalúa en relación con otras divisas, la presión competitiva podría forzar a Francia a abandonar la eurozona y a devaluar un nuevo franco. En ese momento, la unión monetaria europea se derrumbaría.

Pese a que Alemania está dispuesta a subvencionar a Grecia y a otros países para sostener el euro, Grecia y otros podrían, no obstante, decidir abandonar la unión monetaria si las condiciones impuestas por Alemania se consideran demasiado dolorosas. Esto podría funcionar de la siguiente manera: aunque Grecia no puede imprimir los euros que necesita para pagar a los funcionarios públicos y las transferencias, el gobierno griego podría comenzar a imprimir nuevos dracmas y declarar que, según las leyes de Grecia, todos los contratos, incluidos los salarios y los precios en las tiendas, se deben pagar en esa divisa; de manera similar, todos los depósitos y préstamos bancarios se pagarían en estos nuevos dracmas, en lugar de en euros.

El valor del nuevo dracma disminuiría en relación con el euro, lo que reduciría automáticamente los salarios reales y aumentaría la competitividad griega sin que Grecia tuviera que pasar por un doloroso período de alto desempleo. El valor más bajo de la divisa griega, en cambio, estimularía las exportaciones y un giro de las importaciones hacia los bienes y servicios nacionales. Esto promovería el aumento del PIB y del empleo.



Retirarse de la eurozona, sin duda, sería difícil y posiblemente doloroso. El anuncio de que Grecia abandonaría la eurozona tendría que ser sorpresivo, de lo contrario, probablemente se produciría un pánico bancario, ya que los depositantes griegos tendrían tiempo de pasar sus fondos denominados en euros a bancos fuera de Grecia o quizá los retirarían y se quedarían con el efectivo. Dado que la huida de depósitos de algunos bancos griegos ya está sucediendo, Atenas tendría que actuar antes de que esto se convierta en una avalancha de retiros.

Otro serio problema para que Grecia haga la transición hacia el nuevo dracma sería el riesgo político de que se le obligue a dejar la Unión Europea. Como el Tratado de Maastricht no tiene establecida una manera para que un miembro de la eurozona se retire, existe el riesgo de que los otros miembros castiguen a Grecia pidiéndole que también se retire de la Unión Europea, lo que provocaría que Grecia perdiera los beneficios de libre comercio y movilidad laboral que ésta ofrece. Podrían hacerlo para disuadir a Italia y a otros países de seguir una estrategia de salida similar. Sin embargo, no todos los miembros de la Unión Europea buscarían, por fuerza, un castigo como éste, en especial porque diez de los veintisiete países miembros de la Unión Europea no utilizan el euro, y la situación de Grecia es evidentemente más desesperada que la de Italia o España.

El problema práctico principal de dejar la eurozona sería que algunos negocios y personas en Grecia han solicitado préstamos en bancos fuera del país. Dado que dichos préstamos no están cubiertos por las leyes griegas, el gobierno no puede cambiar estas obligaciones de deuda de euros a nuevos dracmas. El descenso del nuevo dracma en relación con el euro haría que el pago de estos préstamos fuera mu-

cho más costoso para los deudores griegos. Podría ocurrir una oleada generalizada de bancarrotas de negocios e individuos en Grecia, con efectos secundarios sobre los bancos griegos acreedores de esos individuos y negocios.

Pero como demostró la experiencia de Argentina después de que finalizara su vínculo con el dólar en 2002, los deudores griegos podrían acabar pagando sólo una fracción de esas deudas en euros. Para Grecia, la opción de dejar la unión monetaria podría, por ende, ser muy tentadora.

La salida de Grecia no necesita tentar a España, a Italia o a otros países a retirarse. Para ellos, el costo de la salida podría ser superior al de ajustar sus economías mientras permanecen dentro de la zona del euro. A diferencia de Grecia, pueden evitar la insolvencia ajustando su presupuesto y los déficits en la balanza comercial sin cambios radicales en la política pública.

Mirando hacia el futuro, es probable que la eurozona continúe casi con todos los miembros que tiene en este momento. El reto será, ahora, cambiar el comportamiento económico de esos países. Las reglas de un presupuesto equilibrado establecidas en la constitución y similares a las adoptadas recientemente por Alemania, España e Italia permitirían, si de verdad se instrumentan, que la deuda nacional de cada país alcance un nivel sostenible. Las nuevas políticas deben evitar los déficits de cuenta corriente en el futuro, limitando el volumen de las importaciones nacionales a cantidades que se puedan financiar con los ingresos obtenidos de las exportaciones y de la inversión extranjera directa. Tales medidas deberían permitir que el euro se mantenga libre de crisis en el futuro y sin las transferencias fiscales que ahora están creando tensiones dentro de Europa.