

Las secuelas del desastre del euro son mucho más espeluznantes por ser incalculables

Los costos de los esfuerzos por salvar el euro están justificados por el argumento de que la alternativa sería demasiado espantosa para ser contemplada. Sin embargo, la historia económica está plagada de ejemplos de tipos de cambio fijos que son liberados; las rupturas de uniones monetarias, aunque raras, suceden de cuando en cuando. Por lo tanto, ¿cómo se comparan los costos de sostener al euro frente a los costos de dejarlo caer?

La pregunta no tiene una respuesta simple. Para empezar, existen varias maneras diferentes de caer: una total disolución en monedas originales; la fusión en bloques, uno norteño con moneda fuerte y otro sureño con moneda débil; la salida de un gran grupo de países de la unión monetaria o la salida de uno solo. Muchas más complicaciones vendrían del sinnúmero de decisiones que tendrían que tomar los países que salieran y los que se quedarán de la unión monetaria después de la caída. Y todo esto generara un número equivalente o mayor de problemas legales y económicos.

Tómense dos escenarios específicos. Alemania podría dejar la unión, sola o acompañada de un grupo selecto de pequeñas economías —Austria, Finlandia y los Países Bajos— como lo sugirió hace poco **Hans-Olaf Henkel**, el expresidente de la Federación de Industrias Alemanas. En un segundo escenario, el

más plausible, Grecia podría separarse o verse forzada a salir.

En cada instancia, las consecuencias económicas podrían ser devastadoras, argumentan muchos analistas. Si la que saliera fuera Alemania, su nuevo marco alemán se apreciaría como una moneda fuerte apilada en una más grande y mejor “Suiza”, lo que haría sufrir a las firmas manufactureras alemanas. Los bancos alemanes podrían afrontar el cambio de depósitos locales y préstamos a la nueva moneda, pero tendrían que ser recapitalizados, ya que sus activos externos denominados en euros habrían perdido valor en términos domésticos.

Si Grecia fuera la que saliera, su renacido dracma caería, lo que podría ser algo bueno para los exportadores, pero desencadenaría lo que **Barry Eichengreen**, historiador monetario de la Universidad de California en Berkeley, ha llamado “la madre de todas las crisis financieras”. La devaluación del dracma frente al euro convertiría a toda deuda en euros en una carga abrumadora. Al mismo tiempo, los depositantes, quienes ya están inclinándose a una salida del sistema financiero griego, huirían en estampida, llevando a la quiebra al sistema bancario griego.

Un estudio reciente, por parte de economistas del banco suizo UBS, sugirió que los costos de cualquiera de estas dos eventualidades serían prohibitivamente altos. Si Alemania abandonara la unión

monetaria, incurriría en costos equivalentes a 20-25% de su PIB en el primer año y luego aproximadamente la mitad de esos costos en cada año subsiguiente. Si Grecia saliera de la unión, el primer año tendría costos equivalentes a 40-50% de su PIB y los subsecuentes costos anuales serían de alrededor de 15%.

► El 17 de octubre:

Moody's reveló que el rating AAA de Francia estaba en riesgo, debido a que la solvencia del Estado galo era la peor entre los países con la máxima calificación de riesgo.

The screenshot shows the homepage of 'EL ECONOMISTA' with a main article titled 'Francia podría perder su calificación Premium'. The article features a photo of a man in a suit and a quote from Moody's. The website layout includes a navigation bar with categories like 'VALORES', 'TUS FINANZAS', 'EMPRESAS', 'POLÍTICA', 'INTERNACIONAL', 'TECNOLOGÍA', and 'OPINIÓN'. There are also social media icons and a search bar.

420.000 millones de euros en bonos italianos y españoles se vencerán en **2012**.

PIB

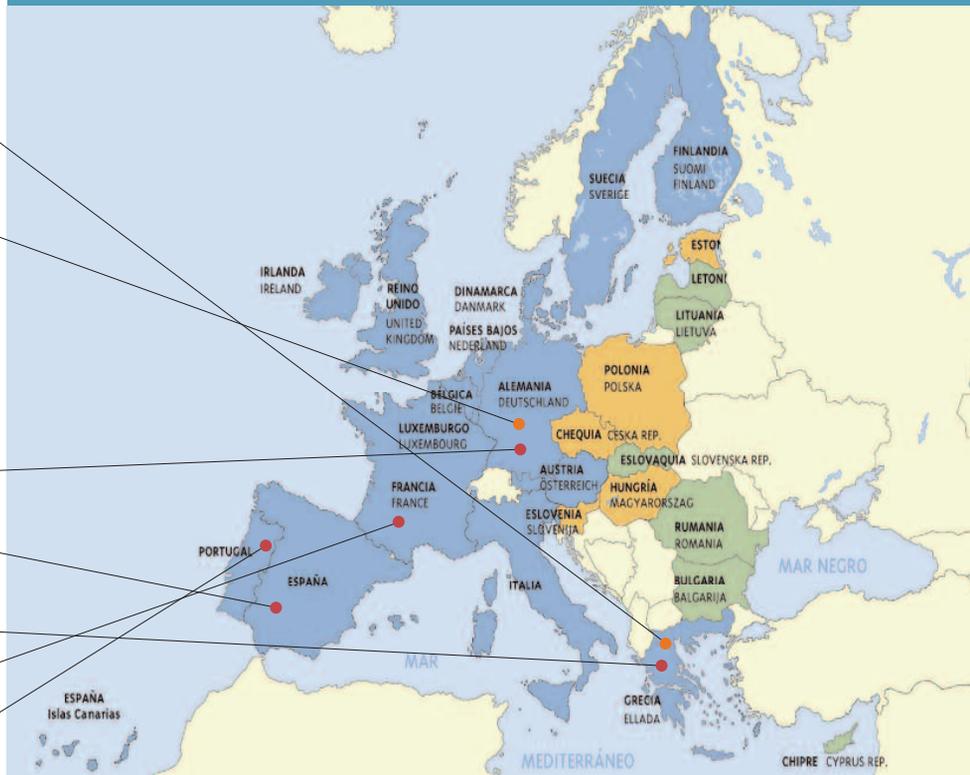
- El PIB de Grecia se contraerá en **5%** y **2%** en **2011** y **2012**, respectivamente, de acuerdo al FMI.
- El PIB de Alemania se expandirá en **2,7%** y **1,3%** en **2011** y **2012**, respectivamente, de acuerdo al FMI.

El PIB de la zona euro crecerá en **1,6%** en **2011** y **1,1%** en **2012**, de acuerdo al FMI.

DESEMPLEO

- El desempleo alemán alcanzará **6%** y **6,2%** en **2011** y **2012**.
- El desempleo en España llegaría a **20,7%** y **19,7%**, en **2011** y **2012**, respectivamente, de acuerdo al FMI.
- El desempleo en Grecia llegaría a **16,5%** y **18,5%** en **2011** y **2012**, de acuerdo al FMI.
- El desempleo en Francia llegaría a **9,5%** y **9,2%** en **2011** y **2012**.
- El desempleo en Portugal llegaría a **12,2%** en **2011** y **13,4%** en **2012**.

► El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera podría garantizar hasta **780.000** millones de euros (\$ **1,07** millones de millones) frente a posibles *defaults* en la Unión Europea.



Costos de esta magnitud empujaban aquellos en que incurriría Alemania por salvar a Grecia, Irlanda y Portugal, si se declararan en moratoria. Pero el reporte está basado en el supuesto extremo de que los países que dejaran el euro también tuvieran que dejar la Unión Europea. Existen argumentos legales para esta posición, pero la política casi seguramente no lo permitiría. No estaría en el interés general de Europa tener un vecino golpeado en el este del Mediterráneo o dejar a Alemania a la deriva. Los hacedores de política europeos estarían temerariamente resueltos a conservar el mercado único antes que inmolarse en la quema del euro. Esto sugeriría que el impacto económico de una ruptura sería menos catastrófico que el previsto por los economistas de UBS.

No llores por mí, Atenas

¿Qué lecciones da la historia? Las uniones monetarias tienden a colapsar como parte de una ruptura política más amplia. La zona del rublo no le sobrevivió a la Unión Soviética; la unión monetaria de la República Checa y Eslovaquia solo duró un par de semanas. Este tipo de situaciones no ofrecen obvios paralelos. Pero para Grecia puede haber un instructivo precedente en el caso de la ruptura del anclaje del peso al dólar por parte de Argentina, durante la crisis monetaria y de deuda de finales de 2001 y comienzos de 2002. Argentina había establecido algo cercano a una unión monetaria con EEUU en 1991, cuando fijó su moneda al dólar, sustentando el anclaje en las reservas monetarias internacionales de una caja de conversión. Su expe-

riencia en la década siguiente fue desconcertantemente similar a la de Grecia luego de unirse al euro en 2001. Ambos países tuvieron éxitos iniciales, pero sufrieron un deterioro en su competitividad y sus finanzas públicas. La reciente caída de la economía griega es similar a la que hubo en Argentina antes de que entrara en moratoria y devaluación.

La crisis fue sangrienta, incluyendo límites a los retiros bancarios —“el corralito”— y grandes pérdidas para depositantes y bancos, mientras sus activos y pasivos eran redenominados, cada uno a una diferente tasa de cambio, lo que probó ser un punto de quiebre. Después de una mayor caída en el producto, Argentina creció en 9% en 2003, y continuó creciendo alrededor de esa tasa hasta la crisis financiera de 2008

► El Banco Central Europeo drenó **165.000 millones de euros** (**\$ 226.000 millones**) de la economía europea, con el fin de compensar el exceso de liquidez creado por sus compras de bonos soberanos.

y la recesión global de 2009 (hoy se encuentra creciendo a cerca de 10%). El resurgimiento en la prosperidad nacional, ayudado por un *boom* en la demanda global de *commodities* agrícolas, ha ocurrido a pesar de que rencorosas disputas respecto a la moratoria han mantenido al país exiliado de los mercados internacionales de capital.

Eso podría aparecer alentador para Grecia, si estuviera forzada a dejar el euro. En lugar del largo proceso de reducir los salarios para recuperar competitividad, la devaluación sería una pronta solución. Además, la mayor parte de los bonos griegos están amparados bajo ley local, lo que le daría a Grecia cierta maniobrabilidad para imponer un mayor recorte que el que se planearía actualmente. Eso no sería posible si se llevara a cabo el intercambio de deuda propuesto en la actualidad; los nuevos contratos, amparados bajo la ley inglesa, protegen mucho más a los inversionistas.

Sin embargo, el precedente de Argentina demuestra cuán salvaje podría ser la crisis, con masiva agitación social, una secuencia de presidentes derrocados y mucho más. Incluso, la crisis griega sería peor. Por un lado, las distorsiones, como un creciente déficit de cuenta corriente, que Grecia dejó acumular en los buenos tiempos, exceden de largo a las de Argentina. Encima de bloquear los retiros bancarios e imponer controles de capital, Grecia también enfrentaría los masivos problemas de introducir una nueva moneda en la forma de nuevo metálico, nuevos billetes y nuevos procedimientos. Todo, desde computadores a parquímetros, tendría que ser recalibrado; miles de nuevas dificultades empeorarían una ya terrible situación.

Pero la verdadera preocupación, igual para inversionistas como para todos los líderes europeos, es que la salida de Grecia desencadene el pánico, con corridas bancarias en Portugal e Irlanda y, posiblemente, en Italia y España. La economía de Grecia está de largo mucho más integrada en el resto de economías europeas que lo que Argentina en cualquier otra economía. Aunque la zona euro haya probado ser una decepción en la integración económica, la integración financiera ha continuado, lo que ahora prueba ser lo opuesto a un consuelo. La zona euro ofrece la posibilidad de contagio y confusión en una escala épica. Es lo que hace de esta crisis tan preocupante y tan difícil de tratar. (Traducido por Eduardo Urgilés del artículo publicado en la revista *The Economist* con el título *After the fall*). 