

¿Es la crisis financiera de Grecia una crisis del euro?♦

Alfonso Carbajo*

El desorden de sus finanzas impidió a Grecia contarse entre los fundadores del euro en 1999, pero dos años más tarde, después de maquillar sus cuentas públicas (como se descubriría más adelante) demostró que cumplía las con-

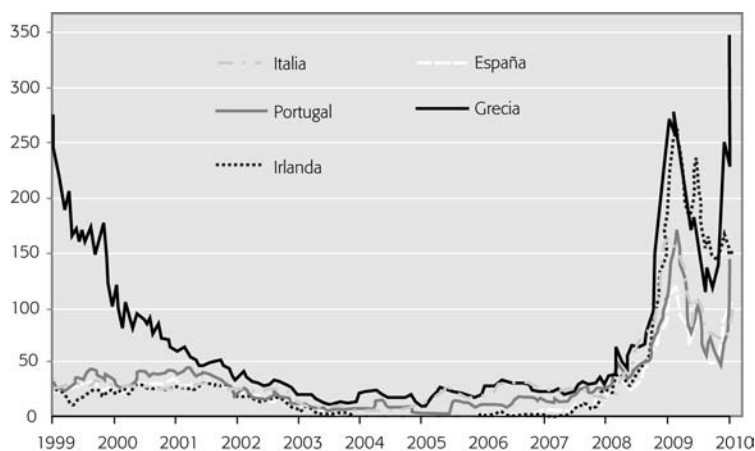
diciones de Maastricht y entraba en la UEM en 2002. El gráfico 1 muestra la evolución de los diferenciales de las deudas así como las primas de riesgo en *swaps* de varios países a lo largo de este siglo. En 1999, el diferencial entre el rendimiento de los bonos griegos y el del bono alemán a 10 años se movía entre 250 y 300 puntos básicos. Al entrar en la UEM, la prima de riesgo se hizo desdeñable, pero el estallido de la crisis financiera y la concomitante contracción económica en 2008 hicieron retornar el diferencial a los niveles de los noventa. Desde agosto pasado, nuevas revelaciones sobre la escasa fiabilidad del sistema de contabilidad pública, las recalificaciones a la baja de su deuda, las necesidades de financiación de este año y la oposición en la calle al programa de saneamiento del Go-

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

♦ Cuando este artículo está ya en imprenta aparece la noticia del acuerdo entre los ministros de finanzas de la Eurozona en virtud del cual se comprometen a aportar a Grecia hasta 30 millardos de euros al 5 por 100 de interés como parte de una operación de financiación en la que el FMI participaría con una cantidad de entre 10 y 15 millardos de euros. Aunque la conclusión depende de la decisión del FMI y quedan muchos detalles por aclarar, el anuncio ha servido para cambiar el sentimiento en los mercados, descendiendo el diferencial con el Bund a 333 puntos básicos y fortaleciéndose el euro frente al dólar.

Gráfico 1

DIFERENCIALES DE LOS BONOS A 10 AÑOS SOBRE EL BONO ALEMÁN (PUNTOS BÁSICOS)



Fuente: Haver Analytics, Morgan Stanley Research

bierno han aumentado significativamente las posibilidades de bancarota, elevando el diferencial entre tres y cuatro puntos porcentuales, lo, que a su vez, al encarecer la financiación, eleva más la probabilidad del siniestro. Lo más intrigante no es el nivel elevado de la prima de riesgo de Grecia en la actualidad, sino el que tuviese un nivel tan bajo durante tanto tiempo.

Como es habitual, los políticos han denunciado a “los especuladores sin fronteras” y los periódicos han comentado la influencia de los *hedge funds*, el empleo artero de los CDS (*credit default swaps*), “la estrategia de desestabilización del euro de los inversores internacionales” y toda suerte de teorías conspiratorias. Pero los datos indican que la crisis global ha puesto al descubierto la realidad de Grecia y por eso el diferencial se sitúa donde estaba antes de entrar en el euro. Lo que requiere explicación no son las elevadas primas de riesgo que el Gobierno griego se ve obligado a pagar desde hace dos años sino las primas exigidas que los mercados le exigieron entre 2003 y 2007.

El riesgo de contagio de la crisis griega a los países mediterráneos es innegable, y esto debe ser un acicate para adoptar en España cuanto antes todas las reformas que orienten decididamente a nuestra economía por una senda de estabilidad. Hay quienes ven también un ataque al euro e incluso (la BBC) “un probable colapso del euro”, pero estas posiciones carecen de fundamento.

El curso de la crisis financiera griega

Aunque los problemas latentes de Grecia son dignos de una tragedia de Esquilo, su manifestación superficial en el tiempo parece acomodarse más bien a una comedia de Aristófanes. El estallido en 2008 de la crisis en Estados Unidos provocó una huida hacia la calidad entre los inversores, aumentando las primas de riesgo en todos los activos menos seguros. El diferencial de los bonos griegos saltó a cerca de 200 puntos básicos hasta el verano de 2009, cuando el Gobierno reconoció que el déficit presupuestario no sería el 3,7 por 100 (como había declarado al FMI y este había publicado en el mes de mayo¹) sino un 10 por 100 del PIB.

En septiembre, el PASOK venció en las elecciones, y el nuevo gobierno de Papandreu tuvo que enfrentarse a rebajas del *rating* de su deuda, que causaron nuevas subidas de tipos, y a una inspección de la Comisión Europea encargada de averiguar la verdadera situación de las finanzas públicas.

¹ Ver IMF: Greece: 2009 Article IV Consultation, Concluding Statement. - Atenas, 25/5/2009.

El 7 diciembre, Standard and Poors (S&P) rebaja la calificación de Grecia a A- y en observación negativa, y el día 8, Fitch reduce su calificación de A- a BBB+. La reacción de los mercados fuerza a Papandreu a anunciar un programa de saneamiento, centrado en la lucha contra la corrupción y la evasión fiscal, y la reducción del gasto público, con las siguientes medidas: aumento de la edad de jubilación de 60 a 63 años; recorte del 10 por 100 en la Seguridad Social; elevación de impuestos sobre gasolina y alcohol; impuesto del 90 por 100 sobre los complementos de los ejecutivos bancarios; congelación de los salarios y eliminación del complemento extraordinario de los empleados públicos. El día 15 los sindicatos protestan violentamente contra las medidas y cae la bolsa. Seguidamente, S&P rebaja Grecia a BBB+, alegando la insuficiencia de las medidas anunciadas para reducir permanentemente la carga de intereses y los obstáculos políticos a un programa coherente.

Moody's rebaja la deuda de A2 a A1, el 22 de diciembre, y el diferencial supera los 270 puntos². Con amortizaciones de 54 millardos de euros en 2010, Papandreu anuncia un plan de saneamiento más ambicioso: reducción del déficit público (12,7 por 100 del PIB en 2009) en cuatro puntos porcentuales en el primer año, dejándolo en 2,8 por 100 del PIB en 2012. Como presidente de la Internacional Socialista trata de movilizar a los gobiernos afines para vencer a “la estrategia de los especuladores contra el euro”.

El 8 enero de 2010, como resultado de la inspección de las estadísticas de déficit griegas, la Comisión declara que el sistema de contabilidad pública griega es un desastre y que a pesar de las rectificaciones realizadas, los funcionarios de Bruselas todavía no saben con certeza la verdadera situación de las cuentas griegas. A pesar del estilo oficial, el mensaje es demoledor. Valga, como ejemplo, este párrafo del informe: “la fiabilidad de las estadísticas oficiales de Grecia relativas al déficit y la deuda públicos es algo que ha preocupado a la Comisión durante varios años. Ya en 2004, Eurostat demostró en un estudio exhaustivo que las autoridades griegas habían publicado datos erróneos de déficit y deuda públicos en todos los años de 1997 a 2003”³.

Según el WSJ, Grecia (y al parecer, también Italia) ideó una contabilidad muy creativa para poder ingresar en el

² En noviembre, el BCE anunció una regla para ponderar las calificaciones de diferentes agencias en la valoración de los activos colaterales en las operaciones de liquidez, que confería inadvertidamente un protagonismo central a Moody's en el desenvolvimiento de la crisis griega.

³ El informe puede bajarse de la página de la Comisión Europea y lleva el título siguiente: *Report on Greek Government Deficit and Debt Statistics* 8/ 01/2010.

euro. La idea fue de Antigone Loudiadis, de familia helénica aunque nacida en Nigeria, directora de inversiones en Europa de Goldman Sachs a principios del siglo, que con su dominio del idioma, pudo vender al Tesoro griego los procedimientos para maquillar la deuda. Uno de ellos fue en 2002 un *swap* de divisas (de dólares y yenes a euros) por un importe de 10 millardos de dólares a un tipo de cambio nocional más favorable que el de mercado, de modo que el Tesoro recibió el contravalor en euros de 11 millardos de dólares (encubriéndose así un préstamo de Goldman). En 2005, Goldman vendió su posición en el *swap* al Banco Nacional de Grecia. Antígona también ayudó a las autoridades griegas a titular las recaudaciones futuras de la Lotería Nacional y de los aeropuertos nacionales (en un fondo muy apropiadamente llamado Aeolos), generando de este modo más de 300 millones de euros de comisiones para Goldman. Ahora disfruta de un retiro dorado como presidenta de una filial de Goldman en Londres⁴. El actual presidente del Banco de Italia, Mario Draghi, consejero delegado de Goldman Sachs International entre 2002 y 2006, cuando se realizaron las transacciones en cuestión, ha negado tener conocimiento de ellas, negativa que, según muchos alemanes, no ha impedido que se debilite mucho su candidatura a la presidencia del BCE, puesto al que aspira frente al presidente del Bundesbank, Weber.

En febrero, la prima de riesgo exigida por los inversores sobre la deuda pública griega se mantuvo por encima de 300, marcando en puntas los 400 puntos básicos. Al mismo tiempo, el deslizamiento del euro frente al dólar y al yen continuaba la tendencia de los últimos meses. Papandreu pidió ayuda al Consejo de la UE frente a los tiburones financieros. La prensa se refiere a la parálisis de las instituciones de la UE, al riesgo de colapso del euro y a la necesidad de una integración fiscal y política en la UE. Alemania se resiste a una operación de salvamento. Zapatero invoca la corresponsabilidad. Papandreu amenaza con acudir al FMI si no recibe ayuda financiera de la UE. Sarkozy y los estados mediterráneos son partidarios de organizar una operación de salvamento, evitando la pérdida de prestigio que supondría para Europa solicitar apoyo de una institución multilateral por ser incapaz de resolver sus problemas internos. El FMI anuncia su disposición a preparar un programa de estabilidad y ajuste para Grecia si esta lo solicita. Sarkozy se declara contrario a la intervención en los asuntos de Europa de una institución multilateral cuyo mayor accionista son los Estados Unidos.

La retórica de las declaraciones oficiales encubre juegos de intereses más prosaicos. Weber, presidente del Bundesbank, cree ciertamente en la necesidad de preservar la inte-

gridad del euro, pero en cuanto aspirante a la presidencia del BCE quiere que este conserve su independencia. Ángela Merkel tiene razón al invocar la Constitución europea y la responsabilidad de Grecia en la solución de sus propios problemas fiscales. Pero lo que cuenta es que las encuestas demuestran que el electorado alemán está firmemente en contra de una operación de salvamento. Es la generación de alemanes de la reunificación. Sus padres, que habían sufrido dos guerras mundiales y tenían un recuerdo cercano de la franco-prusiana, vieron con naturalidad la necesidad de sacrificarse para evitar una nueva guerra con Francia, convirtiéndose así en los principales contribuyentes al sistema europeo de redistribución de la renta que ha beneficiado a los campesinos franceses mediante la PAC, a los políticos italianos mediante el desarrollo del Mezzogiorno, y a los nuevos estados miembros, mediante fondos estructurales y de desarrollo regional. Para los nuevos alemanes, las guerras de sus padres son historia, y creen que si ellos han tenido que asumir enteramente los elevados costes de su reunificación, no tienen por qué acudir en socorro de estados periféricos, en situación de crisis por su extravagancia fiscal y por la inepticia de sus políticos.

La clave para entender la posición francesa en favor de una operación comunitaria de rescate de las finanzas griegas se encuentra en Sófocles: el héroe lucha por todos los medios para evitar el cumplimiento del negro vaticinio, pero los dioses disponen una serie de acontecimientos fortuitos, de tal suerte que sus esfuerzos, lejos de salvarlo, lo arrastran irremisiblemente a su destino trágico final.

Entra en escena Sarkozy en 2007. Ha derrotado a Segolene Royal, disfruta de una popularidad cercana al 80 por 100 y el partido socialista sufre una crisis histórica. Instalado en el Eliseo, puede considerarse Edipo Rey (lo que no debe hacer pensar en modo alguno que Carla Bruni sea su madre). En el partido socialista, Martine Aubry ha desplazado a Segolene, Fabius está apartado y Strauss-Kahn, perdida toda esperanza de aspirar a la presidencia, ha regresado a la enseñanza. Y se produce el primer hecho fortuito: en noviembre de 2007, Rato dimite, por razones personales, como director gerente del FMI, dando paso a Strauss-Kahn. Segundo, la crisis global confiere un renovado protagonismo al FMI y, por extensión, a Strauss-Kahn que durante dos años ocupa el primer plano en la escena internacional. Tercera ocurrencia favorable: Grecia solicita ayuda al FMI (o ¿ha sido Strauss-Kahn quien ha sugerido a Papandreu que la solicite?) y esta es la gran oportunidad que Strauss-Kahn quiere aprovechar para jugar el papel de árbitro en la eurozona, oportunidad que Sarkozy quiere anular a toda costa. Sarkozy, cuya popularidad ha descendido en picado, que hace unas semanas ha sufrido una derrota humillante en las elecciones locales y que ve como se debilitan sus posibilidades de reelección en 2012, quiere mantener alejado del continente a Strauss-Kahn,

⁴ Entre las muchas fuentes, pueden consultarse *Wall Street helped mask Debt Fueling Europe's Crisis*, en el WSJ de 14/02/2010 y el artículo de Kate Kelly en WSJ de 22/02/2010.

maestro de la maniobra política, que va a usar el pretexto del programa de ayuda a Grecia para montar su precampaña electoral a la presidencia francesa. Esto explica que Francia, en vez de transferir los costes de la operación a terceros como en ocasiones pasadas, haya estado dispuesta a contribuir generosamente a la ayuda a Grecia con tal de mantener a Strauss-Kahn alejado de la televisión francesa.

En el Consejo de la UE de 24 y 25 de marzo prevaleció la postura de Alemania: una declaración general de apoyo comunitario a Grecia pero recomendando al mismo tiempo el recurso de Grecia a las facilidades del FMI. El BCE anunció la relajación de las restricciones impuestas al colateral admisible en las operaciones de liquidez que no van a terminar a fin de año, lo cual era un balón de oxígeno a Grecia.

A pesar de su ambigüedad, la declaración pareció suficiente para calmar los mercados, de suerte que el Tesoro griego lanzó el lunes 29 una emisión de bonos a 7 años, con un margen de 325 sobre el bono alemán que se colocó a duras penas. Poco después, el Gobierno griego daba una muestra más de inseguridad al renunciar al recurso al FMI, lo que sumado a las resistencias políticas internas al plan de ajuste hizo vacilar la confianza de los inversores, disparándose los diferenciales hasta los 450 puntos básicos. Con un coste de financiación superior al 7 por 100, Grecia se encuentra en un callejón sin otra salida que el impago o el control externo de sus finanzas.

La crónica de una quiebra anunciada

Los cuadros 1 a 3 muestran la evolución de variables macroeconómicas relevantes en los cinco países meridio-

nales de la Eurozona, Irlanda (otro país en dificultades) y Alemania. Los datos echan por tierra cualquier intento de teoría conspiratoria de la crisis griega. Como puede verse, Grecia no ha tenido un solo superávit desde que entró en la Eurozona (y los anteriores eran falsos) y ha exhibido déficit cuantiosos incluso en el trienio 2003-2005. En este apartado, los países ejemplares (hasta la crisis) son Irlanda y España.

Los déficit continuados tienen su reflejo en la evolución de la ratio deuda pública/PIB que aparece en el cuadro 2. La de Grecia es hoy ya superior al PIB en un 15 por 100 y superará a Italia a lo largo de este año. En estas condiciones, la carga de intereses reforzada por el aumento de la prima de riesgo hace imposible el servicio de la deuda, a menos que se adopten medidas como las que acaba de aplicar Irlanda, que la estructura política de Grecia hace inviables. Inviabilidad derivada del peso de la extrema izquierda y de la corrupción de las instituciones. Según Transparency International, Grecia es, con mucho, el país más corrupto de la UE, con hábitos arraigados de soborno de políticos y funcionarios: en la liga de países corruptos ocupa el puesto 71 (peor que Túnez, Bulgaria o Ghana)⁵. El soborno, a su vez, explica el grado elevado de evasión tributaria y el alto nivel de gastos de "protección social", es decir, gastos dirigidos a beneficiar a la clientela política del poder. En esas circunstancias, los incentivos al trabajo y al ahorro son pobres. Por eso Grecia, en la UE, registra los índices más bajos de ahorro de los hogares y de participación de la población en edad de trabajar en la fuerza laboral.

⁵ Los informes sobre la corrupción y la clasificación de los países según esta variable pueden consultarse en www.transparency.org.

Cuadro 1

RATIO DÉFICIT/PIB EN SIETE ESTADOS MIEMBROS DE LA UEM

País	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Alemania	-5	-3,4	0	0,2	-1,6	-3,3	-3,8	-4	-3,7
Irlanda	-14,7	-12,5	-7,2	0,3	3	1,7	1,4	0,4	-0,4
Grecia	-12,2	-12,7	-7,7	-3,7	-2,9	-5,2	-7,5	-5,6	-4,8
España	-10,1	-11,2	-4,1	1,9	2	1	-0,3	-0,2	-0,5
Francia	-8,2	-8,3	-3,4	-2,7	-2,3	-2,9	-3,6	-4,1	-3,1
Italia	-5,3	-5,3	-2,7	-1,5	-3,3	-4,3	-3,5	-3,5	-2,9
Portugal	-8	-8	-2,7	-2,6	-3,9	-6,1	-3,4	-2,9	-2,8

Fuente: Comisión Europea, Base de Datos Ameco.

Cuadro 2

RATIO DEUDA PÚBLICA/PIB

País	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Alemania	76,7	73,1	65,9	65	67,6	68	65,6	63,8	60,3
Irlanda	82,9	65,8	44,1	25,1	25	27,6	29,4	31	32,2
Grecia	124,9	112,6	99,2	95,6	97,1	100	98,6	97,3	101,5
España	66,3	54,3	39,7	36,1	39,6	43	46,2	48,7	52,5
Francia	82,5	76,1	67,4	63,8	63,7	66,4	64,9	62,9	58,8
Italia	116,7	114,6	105,8	103,5	106,5	105,8	103,8	104,4	105,7
Portugal	84,6	77,4	66,3	63,6	64,7	63,6	58,3	56,9	55,5

Fuente: Comisión Europea, Base de Datos Ameco.

Cuadro 3

SALDOS DE BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN TÉRMINOS DE PIB

País	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Alemania	3,8	4	6,6	7,9	6,6	5,2	4,8	2,1	2,2
Irlanda	-1,8	-3,1	-5,1	-5,3	-4,1	-3,3	-0,1	0,8	-0,4
Grecia	-7,9	-8,8	-13,8	-14,7	-12,8	-11	-10,3	-12,3	-12,7
España	-4,6	-5,4	-9,5	-10	-9	-7,5	-5,9	-4	-3,8
Francia	-2,2	-2,3	-3,3	-2,3	-1,8	-1,8	-0,6	0,2	0,8
Italia	-2,4	-2,4	-3	-1,8	-2	-1,2	-0,5	-0,9	-0,3
Portugal	-10,2	-10,2	-12,1	-9,8	-10,4	-9,8	-7,8	-6,4	-8,5

Fuente: Comisión Europea, Base de Datos Ameco.

Como el déficit por cuenta corriente es igual al exceso de gasto agregado sobre la producción total, las bajas tasas de ahorro y de laboriosidad se reflejan en el fuerte desequilibrio por cuenta corriente de Grecia. En términos de PIB, ha tenido déficit continuados de dos dígitos salvo el año pasado (gracias a la crisis) (cuadro 3). De hecho, a pesar de su tamaño, en 2008 Grecia consiguió el sexto puesto en la liga de países por déficit corriente. En estas condiciones, la crisis fiscal griega es también una crisis de balanza de pagos, en el sentido en que hay un endeudamiento paralelo del sector público y del sector privado de la economía.

Consecuencias para la Eurozona

La evidencia muestra que Grecia y solo Grecia es la responsable de su infortunio actual, sin que quepa atribuir

corresponsabilidad alguna a sus socios de la Eurozona. Tampoco han causado, sino manifestado, la crisis griega los *hedge funds*, los tiburones financieros y los compradores de CDS. Los *spreads* de estos últimos en la segunda semana de abril rondan los 700 puntos básicos, que no parece una prima de seguro muy cara dada la gravedad del riesgo griego en el momento actual. Claro que es una prima muy superior a la que se cotizaba de 2005 a 2007 en los CDS sobre la misma deuda (700 euros por cada millón asegurado), pero la burbuja en aquellos tiempos de alguna deuda soberana podrá hacer palidecer a la que experimentaron los CDO y otros activos complejos.

¿Significa la crisis griega el colapso de la Eurozona? En modo alguno, si se respeta el espíritu del artículo 103 del Tratado, salvaguardando la integridad del euro de las tentaciones de oportunismo fiscal de los estados miembros. En otras palabras, la posición inteligente es la de Angela

Merkel. Es evidente que si Grecia u otros países periféricos llegaran a abandonar la Eurozona (en la que Grecia, como sabemos ahora, nunca debiera haber entrado) por no saber someterse a las reglas de Maastricht, el área monetaria reducida estaría todavía más integrada y su moneda sería aún más atractiva como reserva internacional para los inversores. Las razones son análogas a las que explican el mayor atractivo de la deuda y las acciones de Daimler Benz desde que se desprendió de la fuente de pérdidas que era Chrysler.

Dicho esto, es muy improbable que Grecia o cualquier Estado miembro en situación similar quieran abandonar de verdad el euro. Las declaraciones e insinuaciones al respecto no son más que fintas en el proceso negociador dirigidas a obtener la ayuda mas barata posible. Pero lo cierto es que Grecia no puede en ningún caso producir un daño apreciable a la Eurozona mientras que su economía sufrirá tanto más cuanto sus dirigentes se distancien más de Bruselas. De momento ya han descubierto que la condicionalidad de los programas del FMI es más dura que la de la propuesta inicial de Angela Merkel. Si se aventuraran a abandonar el euro, vivirían un desastre mucho mayor: una depresión como la de Islandia, con un sistema bancario en quiebra. Consecuencia: es razonable pensar que el gobierno griego terminará tragando la medicina alemana, una suerte de facilitación del ajuste duro con un control estricto por parte de Bruselas de las finanzas griegas.

La aplicación estricta del artículo 103 es, por otra parte, la condición necesaria para asegurar la estabilidad futura de los mercados porque elimina el riesgo moral en el comportamiento de tres grupos de actores que estarían más tentados a adoptar posiciones especulativas en caso alternativo. El primero es Grecia: si ahora recibiera una ayuda incondicionada, no tendría ningún incentivo para poner su casa en orden, y dentro de poco se produciría una nueva crisis más grave. Segundo, una bancarota griega (o una intervención comunitaria costosa para Grecia) reduciría el riesgo moral de un comportamiento fiscal irresponsable en los estados miembros periféricos. Este efecto demostración es más importante que el anterior. El impacto de la crisis griega en la UE es de orden menor y un rescate gratuito de Grecia sería muy asumible para las finanzas de los estados miembros más ricos de la Eurozona. Pero una crisis (con o sin rescate) de España o Italia tendría repercusiones más graves. La quiebra de Grecia sería un aviso a navegantes para que cuidaran sus asuntos porque no podrían invocar ningún precedente. Entre esos navegantes están los inversores domésticos e internacionales que también actuarían bajo la influencia de riesgo moral si vieran que sus inversiones más arriesgadas (y rentables) estaban aseguradas *a posteriori* por las institucio-

nes de la UE. Se trata de especuladores que han jugado a obtener rentabilidades altas invirtiendo en activos de riesgo con la expectativa (y acaso la tentativa) de ser liberados por la UE y para quienes una pérdida patrimonial será mucho más aleccionadora que mil notas de prensa de los Consejos de la UE.

¿Es la crisis de Grecia una crisis del euro?

De ninguna manera. El euro seguirá siendo una moneda sólida y una reserva internacional atractiva alternativa al dólar siempre que el BCE se mantenga independiente y fiel a su mandato de asegurar la estabilidad de precios, sin ser instrumento de financiación del presupuesto comunitario o de los estados miembros.

El gráfico 2 muestra la evolución del tipo de cambio euro/dólar durante los diez últimos años y las amplias fluctuaciones que ha experimentado: el euro ha valido menos de 90 centavos de dólar en 2001 y 1,60 hace un año. Cuando hace dos años, el euro apreciándose frente al dólar, alcanzó 1,30, el BCE lo definió como una contrariedad. Ahora vale alrededor de 1,33 pero no hay nada malo en que descienda a 1,25 o 1,15. De hecho, la depreciación facilitaría la recuperación de la economía europea, como se la facilitó a la economía americana la depreciación del dólar en 2008.

La defensa del euro no requiere la centralización de la política fiscal ni una mayor transferencia de soberanía a Bruselas sino la independencia del BCE y la responsabilidad fiscal de cada Estado. El ejemplo lo encontramos en el área monetaria más antigua del mundo. Washington nunca acudió al rescate de ningún estado⁶. El episodio más reciente fue la crisis fiscal de la ciudad de Nueva York en 1975. A pesar de tratarse del centro financiero del planeta, con un peso en la economía global infinitamente mayor que el de Grecia, cuando los dirigentes municipales solicitaron ayuda al gobierno federal, la reacción del Presidente Ford fue: "Drop dead". Durante los años en que se reestructuró la deuda, las finanzas municipales estuvieron sujetas al control de una agencia supervisora especial y ahora Nueva York es un modelo de gestión presupuestaria. En cuanto al dólar y a la zona dólar, ahí siguen.

⁶ Las normas que limitan la discrecionalidad de los desequilibrios presupuestarios de los estados en la Unión Americana se discuten en Alfonso Carabajo: *Estabilidad sin pactos: el ejemplo de Estados Unidos*, en Libro Marrón de Circulo de Empresarios: *Pacto de Estabilidad y Crecimiento*, 2002, n.º 1.

Gráfico 2

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EURO-DÓLAR

