

## ¿PUEDE SOBREVIVIR EL EURO?

(RESUMEN)

Luis Alberto Alonso González

1. La Unión Monetaria Europea se desintegrará porque su funcionamiento puede entenderse como un juego de suma negativa. Los jugadores son Alemania y los países periféricos. El juego consiste en intercambiar exportaciones netas por deuda.
2. Podemos afirmar que es un juego de suma negativa porque las situaciones contrafactuales de ambos jugadores, es decir, el no haber constituido la Unión Monetaria, habrían generado más bienestar que las situaciones actuales. Puede afirmarse esto porque el bloque del norte (Alemania) no va a cobrar su deuda, es decir que sus ahorradores perderán de una forma u otra sus ahorros. De una forma imprecisa lo anticipan y, bien para prevenirlo o por razones ideológicas o psicológicas, imponen a los países del sur políticas fiscales contractivas que generan recesión y desempleo. Para los países del sur habría sido preferible no gastar más de lo que producían en la década pasada y no verse abocados en ésta a un desempleo elevado y posiblemente creciente.
3. La conclusión enunciada sobre el resultado del juego parte de la premisa de que existe un país, Alemania, que, por su insuficiencia de demanda agregada crónica, necesita obtener un superávit comercial año tras año para alcanzar su renta potencial, lo que equivale a la exigencia de que el bloque de los países del sur incurra en déficits equivalentes.
4. Alemania no renunciará a su vocación exportadora. Hacerlo exigiría modificar la estructura productiva de su economía y enfrentarse a la insuficiencia de demanda agregada que ha logrado eludir con los superávits que obtiene. Alemania posee los instrumentos necesarios para – mientras sobreviva la UME – imponer su estrategia. En concreto, la política de disciplina salarial y su influencia sobre la política monetaria del BCE que la defenderá de posibles elevaciones en su tasa de inflación. Cualquier deflación salarial de los países del sur será “respondida”. ¿Puede imaginarse que Alemania siga deseando permanecer en la UME si, para reequilibrarla, necesita aceptar déficits comerciales?
5. Es preciso descartar el argumento de que Alemania puede promocionar sus exportaciones fuera de la UME sin imponer la contrapartida de déficits exteriores a los países periféricos. La apreciación del euro derivada de la potencia exportadora de Alemania determinaría déficits

frente al resto del mundo de los países del sur. Expuesto de otro modo, solo mediante la depreciación del euro atribuible a los déficits de los países periféricos podrá Alemania preservar su superávit comercial frente al resto del mundo.

6. ¿Pueden eliminarse los déficits exteriores de los países del sur sin la apreciación real de la economía alemana, simplemente por la contracción derivada de la política fiscal que se les impone? En principio, cabe imaginar que, con una contracción suficiente, se puede convertir un déficit exterior en superávit. Pero ¿qué contracción sería necesaria? ¿Podría mantenerse durante un período prolongado, 10 años, por ejemplo? Nos parece que, si se aplicase esta política, los parados sustituirían a los mercados en la destrucción del euro.
7. Estos déficits comerciales de los países del sur generan deuda externa, pública y privada, que se acaba concretando en crecimiento de la deuda pública por el endeudamiento privado que se está produciendo en el momento presente. En la situación actual de bajo crecimiento y tipo de interés elevado y creciente, no solo se elevarán la deuda exterior y la deuda pública, sino que también lo harán la relación deuda externa/PIB y deuda pública/PIB de los países del sur.
8. Los compradores de la deuda pública emitida por los países del sur son, después de realizar una consolidación contable, los ahorradores de los países con superávit. Estos necesitan para decidir la compra de deuda pública tener confianza en que, cuando ellos quieran venderla, habrá otros inversores que, a su vez, confíen en los siguientes. Cuando la confianza de unos inversores necesita suponer la confianza de otros y se basa solo en ésta, se puede alcanzar lo que denominaríamos el equilibrio malo, en el que ningún inversor confía, y todos aciertan no confiando. Podríamos afirmar que, para cada inversor, la confianza en su inversión depende en último término de lo que piense que sucederá si los demás inversores pierden su confianza. Esto, lo que sucedería con su inversión cuando la confianza general se ha perdido, es el ancla que evita que la corriente arrastre al barco. El ancla en este caso será la posibilidad del “cobro verdadero” de la deuda por lo acreedores, no mediante refinanciación sino por la compra de ésta por el Estado endeudado. Esta compra directa por el Estado se hace cada vez más difícil en la Unión Monetaria por el continuo crecimiento de la relación deuda/PIB que hemos argumentado anteriormente. Por tanto, la confianza de los inversores se deteriorará y acabará produciéndose – no sabemos cuándo ni cuál será el evento percutor – el colapso. El diferencial de interés de los países del sur evalúa la desconfianza que sienten respecto a la posibilidad de recuperar su inversión. Por ello, podríamos enunciar la siguiente proposición, fácil de comprobar empíricamente: el diferencial medio de los países del sur crecerá continuamente si no desaparecen sus déficits exteriores con respecto a Alemania.

9. La otra ancla posible en el mar de las expectativas sería la compra masiva – o el compromiso de compra masiva – de la deuda por el Banco Central Europeo. ¿Querrá el Banco Central Europeo asumir el papel de comprador de deuda pública en última instancia? Sin asumir este papel, el BCE ya está monetizando deuda soberana de forma subrepticia e indirecta. Pero, dado el crecimiento de esta deuda, ¿podrá hacerlo en la magnitud necesaria sin generar inflación? Desde un punto de vista teórico, la inflación sería una forma balsámica de eliminar la deuda, es decir, de convertir las exportaciones netas alemanas recibidas en un regalo para el Sur. Para los ahorradores alemanes también sería un bálsamo, pero, seguramente, el bálsamo de Fierabrás. Su fantasma temido, el *transfer union*, se habría materializado.
  
10. En el juego de suma negativa que hemos formulado, cada jugador culpará al otro de su pérdida de bienestar, en vez de atribuirla al fallo en el diseño del sistema. Los alemanes, la no recuperación de su deuda a la prodigalidad e irresponsabilidad de griegos, portugueses, etc. Éstos culparán del desempleo que sufren a las políticas contractivas impuestas por Alemania. Los ciudadanos del Norte intentarán cobrar su deuda apropiándose del patrimonio público de los países del Sur (islas, acciones de empresas ...) y los del Sur pedirán el *default* considerando que el gasto que ha generado la deuda resolvió el problema del desempleo en Alemania. El círculo vicioso que se instaura sería: crecimiento de la deuda pública en los países periféricos → petición por los poderes de la UME de austeridad para acallar los temores y protestas de los ciudadanos del Norte → contracción del crecimiento, desempleo y malestar social en el Sur → derrotas electorales de los Gobiernos del Sur que acepten la austeridad → miedo de los inversores a la disolución del euro → crecimiento del diferencial de la deuda ...