



Última salida: ajuste simétrico

La eurozona entre la depresión y la división

WOLFGANG MÜNCHAU
Junio 2010

- La crisis de la eurozona tiene de hecho causas económicas, pero su interpretación y las propuestas de solución dependen de las narrativas que hay sobre ella.
- En la perspectiva de países como Alemania, la causa de la crisis radica en la falta de disciplina fiscal; según países como España, los culpables son los especuladores; y los inversores internacionales dudan que la eurozona en su conjunto pueda salir de la crisis.
- Siguiendo los caminos de las diversas perspectivas terminaremos solamente en callejones sin salida: depresión o división.
- Como única salida queda un ajuste simétrico, en el que países como Alemania incrementen el gasto público y privado para que países como España puedan reducir sus déficits y para que la eurozona en su totalidad salga a flote.

La crisis: tres narrativas diferentes

Las diversas narrativas, más que hechos o teorías, son las que determinan nuestro entendimiento de las crisis y los debates sobre ellas. La crisis de la deuda europea tiene de hecho causas económicas. Sin embargo, su evolución está marcada por la divergencia de las narrativas.

Para nosotros los alemanes, la cosa está clara. Las causas de la crisis radican en la política irresponsable del gobierno griego, pero también de otros gobiernos, lo que ha llevado a una explosión de la deuda. La solución, como fue propuesta por la canciller Angela Merkel y el ministro de finanzas, Wolfgang Schäuble, es hacer más estrictas las reglas de estabilidad. A diferencia del actual Pacto de Estabilidad, las sanciones deben diseñarse de forma que verdaderamente funcionen.

Desde el punto de vista español, en cambio, los culpables de la crisis son los especuladores: España no ha hecho nada mal en los primeros diez años de unión monetaria; siempre ha respetado el Pacto de Estabilidad de la eurozona, y la proporción entre la deuda pública y el PIB es muchísimo menor que la de Alemania o la de Francia. Por lo tanto, desde la perspectiva española, la crisis es consecuencia de infames especulaciones y la caída del precio de los bonos españoles, totalmente injusta.

Y tenemos otra narrativa, la de los inversores internacionales. Ellos consideran la eurozona en su totalidad y se preguntan hasta qué punto el sistema es capaz de funcionar como un todo. Observan que la competitividad de España ha disminuido un 30% frente a la de Alemania en los 10 años de unión monetaria. Y no ven cómo España puede a la vez mejorar su competitividad y reducir su deuda. Así pues, hay por lo menos tres narrativas totalmente diferentes. ¿Cuál es la correcta?

La interdependencia entre deuda pública y privada

Lo que es indiscutible es que las crisis de España y de Grecia son de diferente naturaleza. La crisis griega fue la que siempre temió la UE y que trató de evitar a través del Pacto de Estabilidad. La crisis de España es de otra categoría. Es la crisis de un sector privado sobreendeudado. Particulares y empresas se endeudaron fuertemente durante el boom inmobiliario. Al explotar la burbuja muchos deudores ya no pudieron pagar sus créditos. El sistema bancario reposa ahora sobre créditos fallidos que en gran parte todavía no se reflejan en sus balances. Los gobiernos nacionales a todo lo largo y ancho de la UE han desplegado un paraguas de

protección sobre sus respectivos sistemas bancarios y de este modo al final se hacen responsables por las potenciales pérdidas de los bancos. Independientemente de que sea deuda pública o privada: en última instancia responde el Estado. Justamente ésta es también la razón por la que los inversores internacionales simplemente suman las deudas pública y privada. No hay diferencia en cuanto a la responsabilidad última.

Aunque España siempre cumplió con el Pacto de Estabilidad, de todas formas existe teóricamente la posibilidad de una insolvencia del Estado. En el caso de Portugal la deuda externa total de los sectores privado y público representa el 230% del PIB, en España es algo menos. Esto no necesariamente tiene que conducir a la bancarrota, pero bajo circunstancias desfavorables es perfectamente posible que sí suceda.

Nos enfrentamos pues a aspectos muy diferentes de la crisis - crisis de deuda pública en algunos países y crisis de deuda privada, en otros. Primero, uno debería entender que éstas están conectadas - con los bancos como vínculo.

Un país como Alemania, que tiene un gran superávit en la balanza por cuenta corriente (8% del PIB en 2008), ahorra más de lo que invierte. Este tipo de países, o bien sus bancos, tienen que invertir gran parte de sus depósitos en el extranjero. Esto explica por qué los bancos alemanes han comprado tantos productos subprime de los EEUU y también títulos de deuda griega. Bancos franceses, al igual que compañías de seguros italianas y fondos de pensiones de los Países Bajos reposan igualmente sobre títulos de deuda griega.

Los bancos británicos son orgullosos propietarios de títulos de deuda española. Y aun cuando la deuda externa italiana en relación con el endeudamiento total del país es relativamente baja, en valores absolutos es enorme. Alemania y Francia son los acreedores de un gran número de estas deudas. Si uno observa un mapa europeo del flujo de deudas, se puede ver rápidamente la interdependencia entre deudas públicas y deudas bancarias. Creer que se puede enviar a Grecia a la bancarrota así sin más, es enviar por el mismo camino a una serie de bancos alemanes y franceses. Por esta razón, quien despacha el asunto de la crisis con la observación de que Grecia representa solo una ínfima parte de la economía en la eurozona, no entiende las interdependencias. También Hungría es importante para la eurozona puesto que los bancos austriacos responden por sus deudas. Al fin y al cabo, Lehman Brothers también era un banco pequeño en comparación con el sector financiero global.

Ahorrar a expensas de los países miembros del Euro - un callejón sin salida

Tenemos pues un sistema dinámico, en el que cambios en una parte implican muchos cambios en otra. Lo mismo es válido para las consecuencias económicas de los programas de ajuste. Para entender mejor la dinámica, hay que analizar más de cerca las relaciones entre los tres sectores de una economía: el sector público, el privado y el externo. Según las reglas de los sistemas de cuentas nacionales, la suma de los déficits públicos (o superávits) y de los déficits privados (o superávits) es igual al déficit de la balanza por cuenta corriente (o superávit).

Reducir el déficit público, como actualmente hacemos con gran apremio en la eurozona, tiene entonces, teniendo en cuenta el enunciado antes mencionado, dos posibles consecuencias. O aumentan los déficits del sector privado o la balanza por cuenta corriente de toda la eurozona mejora. O una combinación de ambas cosas. No hay otra posibilidad.

Si queremos reducir un déficit promedio del 6% del PIB a un 2%, el ajuste total es de un 4% que tiene que ser compensado en otra parte del sistema. En primer lugar, supongamos que toda la carga del ajuste recayese en el sector privado. Tendríamos entonces la siguiente situación: el Estado ahorra 4% del PIB, el sector privado gasta un 4% más en consumo o en inversiones. La balanza por cuenta corriente permanecería igual en este ejemplo.

Una posible solución para alcanzar un ajuste común de 4% en la eurozona, sería un ajuste más fuerte en los países que hasta ahora alcanzaron superávits considerables en la balanza por cuenta corriente - Alemania, Austria, Países bajos y Finlandia. De modo genérico llamemos a estos países Alemania. Si ahora el sector privado alemán gastara más dinero, es decir, ahorrara menos, esto facilitaría el proceso de ajuste en su conjunto. Gran parte de la carga del ajuste recaería en el sector privado alemán.

Pero pasa justamente lo contrario. Las encuestas realizadas entre los consumidores alemanes indican que el temor a perder el trabajo y a la inflación, así como la preocupación por la estabilidad y el crecimiento económico son en Alemania más grandes que en cualquier otro lugar de Europa. Esto nos permite deducir que los consumidores alemanes más bien aumentarán su cuota de ahorro. En Alemania, entonces, ahorra tanto el Estado como el sector privado, lo que lógicamente significa que la balanza por cuenta corriente, ya claramente positiva, será todavía más positiva. Así pues, Alemania ahorra a costa de otros, pues este sistema no

funciona sin un déficit excesivo en otros países. Llamemos España a los países con alto déficit en la balanza por cuenta corriente. En este ejemplo de dos países, si el consumidor alemán no gasta más, el consumidor español debería entonces echar la casa por la ventana y generar una burbuja. Sin embargo, esto ya no es posible. También España tiene ahora que trasladarle al resto del mundo sus problemas.

Con ello llegaríamos al segundo escenario de ajuste. La balanza por cuenta corriente de todos los países de la eurozona mejora, para equilibrar la manía de ahorro simultánea de los sectores público y privado. Para facilitarles a la vez al Estado y al sector privado españoles suficiente desendeudamiento, hace falta, sin embargo, un enorme ajuste de la balanza por cuenta corriente -de un déficit del 10% a un superávit de similar magnitud.

Devaluación o depresión: dos callejones sin salida

Una opción relativamente llevadera para un ajuste semejante sería una extrema devaluación del Euro a una tasa de cambio con el US dólar inferior a 1:1. Una tasa de 80 centavos de dólar, por ejemplo, posibilitaría el desendeudamiento español y a la vez impediría una caída del crecimiento. Con tal tasa de cambio el turismo en Grecia sería de nuevo atractivo para los extranjeros de países no pertenecientes a la eurozona. Las exportaciones alemanas simplemente se desbordarían y el superávit comercial alemán subiría a las nubes. En una situación así una posible consecuencia sería una inflación y/o una guerra comercial internacional.

En general, este escenario extremo no es ni deseable ni probable, ya que con él se agravarían los desequilibrios globales. Más probable es una combinación de los dos escenarios - una devaluación del Euro, pero no extrema, y con ello un cierto traslado, pero no por completo, del problema al resto del mundo. Simultáneamente un desendeudamiento conjunto de los sectores público y privado en España. El ajuste en la balanza por cuenta corriente se daría entonces por una enorme caída en el consumo - a través de una recesión o incluso de una depresión. Los españoles se mostrarían en extremo moderados en el consumo durante muchos años, lo que haría que las tasas de crecimiento fuesen negativas. El problema es que este ajuste probablemente tampoco resolvería el problema español.

Por el contrario. Existe el peligro de la llamada paradoja del ahorro: entre más aumenta el ahorro, más alta es la relación entre la deuda y el PIB. Pues esta relación consta de dos partes: el valor absoluto de la deuda (numerador) y el PIB (denominador). Cuando baja la deuda, pero más aún el

crecimiento, aumenta la relación deuda / PIB. Este fue el efecto que se presentó durante la Gran Depresión.

El ajuste a través de una profunda recesión en el sur de Europa es por ende muy problemático. En tal situación hay que estar atentos también a los desarrollos políticos. España, Portugal y Grecia son democracias relativamente jóvenes. No es nada claro cómo reaccionarían los sistemas políticos ante una década de depresión.

¿Cómo sería el proceso de ajuste si hay una fuerte caída del Euro y se genera una inflación? El Banco Central Europeo podría actuar en contra, lo que sería legalmente su deber, o podría tolerar la inflación. Es incierto si el BCE permitirá una inflación alta a largo plazo. La inflación facilitaría la reducción de la deuda, pero en Alemania tal evolución no sería bienvenida. Pero si el BCE actúa en contra, se daría una recesión masiva en la eurozona. Estaríamos entonces en el mismo escenario que antes. España no se salvaría de la recesión.

Última salida: ajuste simétrico

La situación es pues desesperanzadora mientras Alemania no tolere una inflación en toda la eurozona o permita tasas de inflación diferentes en diversos países de la eurozona. La clave para la supervivencia del Euro a largo plazo recae entonces en Alemania. Con esto no hablamos de la generosidad con la que se participa en paquetes de ayuda económica, puesto que estos paquetes a largo plazo no solucionan ningún problema. Aquí se trata de procesos de ajuste.

Una solución sostenible consiste entonces en una alta inflación o en un ajuste simétrico en el que Alemania y España se acerquen. En vez de ahorrar, el sector público en Alemania debería en primer lugar expandirse un poco. A través de aumentos salariales y reformas tributarias se estimularía al sector privado a consumir más, a la par que en España el ajuste se compensaría por lo menos en parte, a través de una demanda estable de productos españoles.

Esta conjetura de solución es, sin embargo, contraria a la narrativa alemana de la crisis, según la cual todos deben ahorrar y la carga del ajuste debe recaer exclusivamente sobre los países sobreendeudados. La razón de esta perspectiva parcializada es en parte el desconocimiento de los balances sectoriales. Alemania es un país grande que se comporta como un país pequeño. Así como hay firmas que pueden sanearse a expensas del Estado, hay países pequeños que pueden sanearse a expensas del resto de la

economía mundial, por medio de sus excedentes de exportación. Alemania es un país grande que quiere sanearse a costa de la economía mundial. Para la eurozona en su conjunto, la segunda economía más fuerte del mundo, una estrategia así es poco realista, máxime cuando China y Japón siguen una estrategia similar. Si la Tierra no inicia relaciones comerciales con Marte, las balanzas por cuenta corriente a nivel global estarán equilibradas, ya que los superávits de un país corresponden necesariamente a los déficits de otro. Esto es una batalla que no se puede ganar.

Y con esto regresamos a la narrativa de los inversores. Si Alemania se sigue negando a participar del proceso de ajuste, una división de la eurozona parece bastante probable. Ya que España no puede bajar sin más salarios y precios un 25%, la única alternativa económica es una división de la eurozona - es decir, una separación de Alemania y España, nuevamente cada una representando una parte de la eurozona, la del norte y la del sur, respectivamente.

Los inversores internacionales no entienden cómo Alemania y España a largo plazo pueden coexistir en una unión monetaria. Ni Alemania ni España son capaces de explicar cómo el proceso de ajuste en la eurozona puede funcionar. Y entre más tiempo y más claramente Alemania y España persigan sus respectivas narrativas, más seguirán los inversores con su narrativa de una división.

Wolfgang Münchau es presidente de Eurointelligence.com, un servicio de información sobre la eurozona, y editor asociado del *Financial Times*.

La versión original de este artículo, *Letzter Ausweg gemeinsame Anpassung – die Eurozone zwischen Depression und Spaltung*, fue publicada por la Friedrich-Ebert-Stiftung en la serie *WISO direkt*. Las opiniones expresadas en él no corresponden necesariamente a las de la Friedrich-Ebert-Stiftung.

Pie de imprenta

Friedrich-Ebert-Stiftung
Oficina Madrid
c/ Orense, 85
28020 Madrid

Tel.: ++34-91-294.88.80
Fax: ++34-91-294.88.85
<http://www.fes-madrid.org>
info@fesmadrid.es