

Area de Estudios Económicos

# INFORMES DE LA FUNDACIÓN

---

2011  
JUNIO  
39

## ¿Puede sobrevivir el euro?

LUIS ALBERTO ALONSO GONZÁLEZ

Departamento de Economía Aplicada III de la Universidad  
Complutense de Madrid.

Grupo de Estudios Económicos de la Fundación 1º de Mayo



Fundación 1º de Mayo | Centro Sindical de Estudios  
C/ Arenal, 11. 28013 Madrid. Tel.: 913640601. Fax: 913640838  
[www.1mayo.ccoo.es](http://www.1mayo.ccoo.es) | [1mayo@1mayo.ccoo.es](mailto:1mayo@1mayo.ccoo.es)

Informes de la Fundación. ISSN 1989-4473

## CONTENIDO

1. Introducción
2. Anticipando la conclusión
3. Teoría del país P
4. La Unión Monetaria Europea y el *transfer problem*
5. Dificultades para alcanzar la “situación inversa”
6. En la cama con el gorila
7. El ineludible e inaceptado crecimiento de la deuda
8. Rutas hacia el *default*
9. Tres equilibrios

## 1. Introducción

La participación en la Unión Monetaria Europea de un país con una insuficiencia de demanda agregada crónica, Alemania (epígrafe 3), y la dificultad de resolver el problema del *transfer* en la UME de forma satisfactoria (epígrafe 4) hacen imposible lo que hemos denominado situación inversa (epígrafe 5). Si la situación inversa no se produce, la deuda exterior y la deuda pública de los países periféricos y sus relaciones con el PIB crecerán de forma inexorable haciendo que los inversores juzguen cada vez más improbable el pago verdadero de la deuda pública (epígrafe 7). Esto significa que la confianza en la recuperación de su inversión para cada inversor particular solo puede basarse en que la refinanciación continua de la deuda sea posible. Se hace necesaria la confianza basada únicamente en la confianza. Esta situación abocará a dos equilibrios posibles (epígrafe 9): uno en el que los inversores confíen –la refinanciación de la deuda creciente se producirá sin problemas– y su confianza estará justificada, y que no lo hagan y su desconfianza –que se manifestará en crecimientos del diferencial– se mostrará también acertada. La dinámica de la crisis puede entenderse como el paso del primer equilibrio al segundo (epígrafe 8).

Intervienen en la evolución de la crisis dos factores adicionales:

- a) Los países del Norte imponen políticas de austeridad a los países del Sur con el objetivo de reducir sus déficits públicos y así controlar el crecimiento de la relación deuda/PIB. Probablemente no lo conseguirán y generarán, con seguridad, desempleo y recesión en los países periféricos.
- b) El segundo factor sería la posible compra, por parte del Banco Central Europeo, de la deuda pública de los países con problemas sin exigir, en el caso más lúcido, contrapartidas en término de austeridad. Es un escenario no muy probable que evitaría el colapso y conduciría a un escenario que nosotros hemos denominado Nuevo Pacto Colonial.

La no recuperación de sus inversiones por los ciudadanos del Norte y el desempleo en los países del Sur convierten la situación en la UME en un juego de suma negativa en el que cada parte implicada atribuye y reprocha a la otra las pérdidas que experimenta. Las situaciones se realimentan mutuamente, la frustración para las autoridades de la UME por no lograr la reducción de los déficits públicos de los países del Sur les llevará a imponer planes de ajuste cada vez más drásticos, lo que provocará malestar social,

desempleo, derrotas electorales de los gobiernos y miedo de los inversores al *default*, por tanto elevación del diferencial y mayor crecimiento de la deuda. El resultado final, cuyo momento y forma concreta de producirse no son previsibles, solo puede ser la ruptura de la UME.

## 2. Anticipando la conclusión

La Unión Monetaria Europea no sobrevivirá o, si lo hace, no será sin cambios cruciales en su diseño actual. Es un experimento fracasado como lo fueron el patrón-oro, el *currency-board* argentino o el socialismo centralizado.

Los móviles que guiaron su constitución pueden considerarse irreprochables pero la teoría económica en la que se basó su diseño fue pobre, errónea o, al menos, insuficiente para dar cuenta de procesos socioeconómicos demasiado complejos. Por ello, su diseño es un diseño fallido.

La humanidad avanza, tanto en el ámbito científico-técnico como en el socioeconómico, realizando experimentos. Cuando los resultados de éstos no son los esperados, se aprende más que cuando confirman nuestras expectativas, aunque las consecuencias sociales sean muy costosas. También se progresa cerrando caminos. Lo que sí debe exigirse es valentía para no enquistarse en el error y flexibilidad para abandonar pronto organizaciones que muestren no ser funcionales. De acuerdo con el verso latino, es preciso dar por perdido lo que está perdido.

El momento presente puede entenderse como la lucha entre las élites europeas, que ni comprenden ni aceptan el fracaso de su proyecto e intentan evitar su desmoronamiento con medidas insuficientes y tardías, y la lógica económica. El resultado de este enfrentamiento no es dudoso. Ni los dioses ni los hombres pueden conseguir que dos y dos no sean cuatro.

Sin más preámbulos, la UME no pervivirá porque es un juego de suma negativa. En el juego participan dos jugadores: los países del núcleo de Europa –digamos Alemania– y los países periféricos, Grecia, Italia, España...

Por juego de suma negativa entendemos una interacción cuyo resultado da lugar a una situación en la que ambos jugadores están peor que si no hubiesen jugado, es decir, que si la UME no se hubiese constituido. El juego consiste en que la Europa del

Norte -Alemania– financia a los países del Sur para que compren su excedente de producción. Es decir, se cambian exportaciones netas por deuda externa.

En este trabajo sostendremos la tesis de que la deuda así generada no se pagará. Las exportaciones netas recibidas habrán sido un regalo de los ciudadanos de los países del Norte que ha permitido en una primera etapa que los ciudadanos de los países del Sur consuman por encima de su producción. Estos pagarán con un desempleo elevado en la segunda etapa, que comienza ahora, ese regalo envenenado. En suma, la disciplina salarial, la reducción del consumo y el trabajo duro en el Norte serán la causa del desempleo en el Sur.

Si la UME no se hubiera constituido, los trabajadores del Norte habrían resuelto su insuficiencia de demanda de un modo más racional, consumiendo más, intensificando los procesos de inversión y reduciendo sus jornadas de trabajo. Los ciudadanos del Sur no se habrían endeudado para comprar productos extranjeros si hubiesen computado como un coste social el desempleo que, por hacerlo, iba a producirse en el momento de su desendeudamiento.

Cada jugador atribuirá al otro su pérdida de bienestar en vez de considerarlo una consecuencia del fallo de diseño del sistema. Los alemanes atribuirán el impago de su deuda a la prodigalidad e irresponsabilidad de griegos, españoles, etc., y éstos el paro que padecerán 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, empresas, etc.) y los habitantes de estos países pedirán el *default*, considerando que el gasto que ha generado su deuda resolvió el problema del desempleo en Alemania.

Los ciudadanos europeos no conocen todavía los resultados del juego en que participan; los percibirán y los sufrirán de forma gradual a medida que los procesos dinámicos descritos en el epígrafe titulado “Rutas hacia el *default*” vayan desarrollándose.

La razón última del valor negativo del juego es que la UME no ha resuelto bien el problema de la insuficiencia de demanda agregada de Alemania. Este país, logrando la absorción de su excedente de producción por los países del Sur, únicamente ha aplazado el problema hasta el momento presente en que ha reaparecido transferido a los países periféricos cuando éstos han comenzado a desendeudarse.

La solución falsa del problema alemán implica que la demanda agregada y la producción de la eurozona como un todo sean, sumando el período precrisis y el posterior a la crisis, inferiores a las que se habrían logrado si la solución hubiese sido un incremento de la demanda interna de Alemania. Esta pérdida de producción respecto a la situación contrafactual explica fácilmente que ambos jugadores pierdan en el juego.

### 3. Teoría del país P

Alemania es el país P. Se trata de un país con una insuficiencia de demanda agregada crónica que necesita obtener un superávit por cuenta corriente para alcanzar su renta potencial. Es decir, que, por razones demográficas, sociológicas o por el nivel de opulencia ya alcanzado, en una situación de equilibrio exterior padecería desempleo involuntario y tensiones deflacionarias.

Alemania necesita lograr exportaciones netas porque, dada su aversión a las tasas de inflación elevadas y a los déficits públicos, el tipo de interés real mínimo que puede alcanzar –el correspondiente al tipo nominal nulo– es superior al requerido para la plena utilización de sus factores productivos.

Resulta fundamental comprender que este país no podría resolver el problema de la atonía de su demanda si operase en un entorno de tipos de cambio flexibles. Las reducciones de sus costes laborales que pudiese acordar o imponer y las mejoras de productividad resultantes de su eficacia técnica abaratarían e incrementarían inicialmente sus exportaciones pero la subsiguiente apreciación de su moneda acabaría llevando su balanza comercial de nuevo al equilibrio.

La resolución de su problema requiere un tipo de cambio fijo y, mejor aún, no ajustable. La pertenencia a la Unión Monetaria es, a primera vista, la solución perfecta, el territorio óptimo para el desarrollo de su vocación exportadora, porque los países receptores de sus exportaciones no podrán responder devaluando.

Si, como hemos supuesto, la debilidad de la demanda agregada es permanente, es impensable que este país acepte, en algún momento futuro, la situación inversa, es decir, incurrir en déficits exteriores. Si con un saldo exterior equilibrado, el país habría caído en la recesión, aceptar posteriormente un déficit simétrico al superávit anterior

logrado sería reproducir la recesión que logró evitar. Pero, desde el punto de vista macroeconómico, el único modo de cobrar la deuda exterior obtenida como contrapartida de sus exportaciones netas es que Alemania reciba exportaciones netas de los países del Sur. Existe, por tanto, una contradicción entre querer cobrar la deuda contra los países del Sur generada en la etapa de superávit y, al mismo tiempo, desear una relación superávit/renta constante para seguir eludiendo el problema del desempleo.

Alemania es un país con dos corazones: con uno de ellos siente el deseo de exportar eternamente y en el otro le duele el miedo de no cobrar su deuda. Resulta inevitable aceptar que los dos corazones no pueden latir a la vez.

#### 4. La Unión Monetaria Europea y el *transfer problem*

La expresión *transfer problem* la utilizó Keynes en 1919 refiriéndose a los problemas que podrían derivarse tanto para la economía alemana como para la francesa por el pago de las reparaciones de guerra que Francia exigió a Alemania en el Tratado de Versalles. Su enunciado más sencillo lo expresó Keynes así: "*If £ 1 is taken from you and given to me and I choose to increase my consumption of precisely the same goods as those of which you are compelled to diminish yours, there is no Transfer Problem.*"

Nuestra exposición es la siguiente. Supongamos que existen dos países o dos zonas económicas –llamémoslas A y B–, predominando en A los ciudadanos cuya renta supera su gasto y predominando en B los ciudadanos cuyo gasto deseado supera su renta. Es evidente que se producirá un flujo de préstamos de los ciudadanos de la zona A hacia los de la zona B. Si los ciudadanos de B gastan todos los préstamos recibidos en producción generada en B, la producción de este país se elevará y la del país A se verá reducida, pues su gasto es, como hemos supuesto, menor que su producción.

Para que el resultado anterior no se produzca tiene que lograrse de alguna forma que las compras de la zona B a la zona A superen a las que realiza A de la zona B. En otras palabras, tiene que producirse, como contrapartida real al flujo de préstamos que conceden los ciudadanos de A, un superávit comercial de este país con respecto a B.

¿Cómo puede producirse este superávit? El problema se resuelve si A y B tienen dos monedas diferentes y el tipo de cambio entre ambas puede fluctuar. En este caso, los

ahorros de A, que tienen que convertirse en moneda de B, suponen una demanda neta de la moneda de B, es decir, generarán una apreciación de la moneda de este país. La oferta de bienes equilibradora se generará porque el encarecimiento de las exportaciones de B y el abaratamiento de las exportaciones de A acabaran logrando el superávit de A sobre B.

Así, las cosas suceden como si la capacidad adquisitiva transferida de A a B se emplease totalmente en la compra de productos de A o como si A prestase a B la cantidad de bienes en que su producción supera a su gasto. Cuando los préstamos de A a B se paguen, se producirá la situación inversa: el flujo financiero transitará de B a A, la moneda de B se depreciará y el superávit de B que se producirá compensará la reducción de la demanda agregada producida en B, porque sus ciudadanos están pagando los préstamos que recibieron.

¿Cómo puede producirse el *transfer* cuando entre los países A y B se crea una unión monetaria y ambos se convierten en dos zonas en las que se usa la misma moneda? Habría teóricamente dos formas –ambas imperfectas– de lograrlo:

- a) Los ciudadanos de B gastarán una parte –pero solo una parte– de la capacidad adquisitiva adquirida con los préstamos que reciben en comprar bienes de A. Lo harán aunque los niveles de precios no varíen.
- b) Podemos suponer que si en B están todos los recursos empleados subirá el nivel general de precios. Y también resulta plausible que en A el nivel de precios descienda, efectos ambos que facilitarían la aparición del superávit de A respecto a B. Pero si los precios no suben de una forma rápida o si existen factores productivos desempleados en B, no podemos excluir que, como consecuencia del flujo de ahorro, suba la producción de B y se reduzca la de A. En este caso, el problema del *transfer* se resuelve mal.

En una economía moderna, las variaciones de la demanda agregada no afectan al nivel general de precios sino a la tasa de inflación. Cuando un país tiene una demanda superior a su renta potencial, la tasa de inflación se eleva, y viceversa. En nuestro ejemplo, el flujo de ahorro de A a B eleva la tasa de inflación en B y la reduce en A, afectando, evidentemente, a los niveles de precios de ambos países y a su competitividad relativa, pero no con la rapidez suficiente para generar inmediatamente

el superávit necesario. Durante un cierto período la economía de A estará deprimida y la economía de B sobreestimulada.

Podemos aplicar este esquema a Alemania y los países del Sur de Europa: cuando la Unión Europea se constituyó, el Banco Central Europeo estableció un tipo de interés adecuado a las condiciones medias de la Unión Monetaria. Este tipo de interés resultaba ser demasiado alto para la economía alemana y demasiado bajo para las economías de los países del Sur. Para este tipo de interés, el ahorro era superior a la inversión en Alemania y la inversión superaba al ahorro en los países del Sur. El flujo de ahorro de Alemania hacia el sur era inevitable pero el superávit de Alemania frente al sur no se produjo inmediatamente. Esto nos ayuda a entender dos cosas:

- a) que, después de constituida la Unión Monetaria, Alemania haya sufrido un período de contracción, hacia los años 2004-2005, hasta que el diferencial de inflación generó su aumento de competitividad y el superávit externo compensador.
- b) que las autoridades alemanas hayan intentado reforzar el lento mecanismo de ajuste descrito aplicando políticas de moderación salarial para acelerar el incremento de su competitividad.

En el momento presente, el ahorro fluye en dirección contraria: de los países del Sur hacia Alemania. Este cambio de dirección hay que atribuirlo al desendeudamiento voluntario de los agentes económicos de los países del Sur y al corte del flujo de crédito proveniente del Norte, resultante de la incertidumbre sobre la solvencia del Sur. Por ello sería necesario, si quiere evitarse la recesión en los países del Sur, que apareciese un superávit exterior de éstos frente a Alemania. Esta inversión de los saldos de las balanzas corrientes nosotros lo denominamos la situación inversa. En el siguiente epígrafe analizaremos los factores que la dificultan.

## 5. Dificultades para alcanzar la situación inversa

La situación inversa sería la segunda etapa del comercio intertemporal entre Alemania y los países periféricos. Consiste en que Alemania recibe exportaciones netas de los países del Sur, cancelándose así la deuda que éstos habían contraído en la primera fase. El problema del *transfer* consiste ahora en que el reflujo del ahorro hacia Alemania genere un superávit comercial rápidamente y de suficiente magnitud para evitar la contracción en los países del Sur.

Existen razones para pensar que esta situación inversa no se alcanzará o lo hará tarde y lentamente. Veámoslas:

- a) Para que el reflujo de ahorro genere la apreciación real de Alemania frente a los países periféricos, debe provocar un aumento de la tasa de inflación en Alemania y una reducción en la de los países del Sur. Pero a este cambio de signo en el diferencial de inflación entre las dos zonas se oponen tanto la aversión visceral –adquirida pero casi genética– de Alemania a las tasas de inflación elevadas como la resistencia a la baja –la insensibilidad frente a la recesión– de la tasa de inflación en los países del Sur.
- b) Es impensable que, si como hemos supuesto, Alemania padece una insuficiencia de demanda agregada crónica basada en factores demográficos o sociológicos y que, por tanto, no puede resolver con políticas de demanda expansivas y que tiene ya resuelta con su superávit exterior, acepte una pérdida de competitividad que supondría el retorno del desempleo que en su momento logró evitar.
- c) Una economía programada para la exportación posee una estructura distinta de la que tendría si estuviese volcada hacia la satisfacción de la demanda interna. No solo su composición sectorial será diferente; también lo serán el peso de la producción de bienes de consumo en la producción total, la participación de los salarios en la renta, el ritmo de inversión y la tasa de crecimiento. Transformar la primera economía en la segunda exige una reconversión de tal magnitud que aparecerán resistencias prácticamente insuperables. Cabe esperar que la clase empresarial de los sectores exportadores y la clase trabajadora empleada en ellos propondrán y aceptarán respectivamente la disciplina salarial que sea necesaria para evitarla.

d) Cabría esperar que la situación inversa y la depreciación real alemana sean facilitadas por la política monetaria del banco central. Este, guiado por la inflación media de la UME, debería establecer tipos de interés demasiado bajos para la economía alemana (ahora recalentada) y demasiado altos para los países periféricos (ahora en situación contractiva). Si así fuese, se mantendría el sobreestímulo de la economía alemana y cierta recesión en los países del Sur, propiciándose la evolución adecuada de sus tasas de inflación. Pero la rigidez a la baja de la inflación en los países del Sur hace imposible este resultado. Porque, aunque éstos estén en recesión, su inflación no desciende flexionando a la baja la inflación media de la Unión. Por ello, ajustándose a su mandato, el BCE no reducirá –o incluso puede elevar– el tipo de interés. Resultado: el diferencial de inflación favorable a los países del Sur no se produce.

## 6. En la cama con el gorila

A Samuelson le preguntaron en una ocasión qué opinaba del ingreso de un país en una Unión Monetaria Europea liderada por Alemania. Respondió: “Tengan cuidado; se van a meter en la cama con un gorila.” Estamos con el gorila en la cama y, si no saltamos pronto, acabará estrangulándonos. Intentaremos dar un significado macroeconómico a esta metáfora.

¿Qué sucede cuando países o regiones con diferentes grados de competitividad o fuerza exportadora se integran y forman una unidad donde rige una moneda común? Sencillamente el tipo de cambio de equilibrio de la Unión frente al exterior vendrá determinado por el valor medio de las capacidades exportadoras de los países que la componen. Será demasiado apreciado para los países más débiles y será demasiado depreciado para los países con mayor potencia exportadora.

En nuestro caso, la mayor disciplina salarial o la superior productividad de la industria alemana determinarán un tipo de cambio de equilibrio demasiado apreciado para los países del Sur, dando lugar a que éstos incurran en déficits exteriores con los países de fuera de la Unión.

Planteado de otra forma, si consideramos que no existen movimientos de capital o si suponemos que éstos se producirán en las dos posibles direcciones, compensándose

en el medio plazo, las variaciones del tipo de cambio garantizan el equilibrio comercial de la Unión Monetaria con el exterior. Pero ese equilibrio de la Unión como un todo se alcanzará con superávits de los países fuertes y déficits de los países débiles.

Para el hilo argumental que estamos siguiendo esto significa que los esfuerzos de Alemania por resolver su insuficiencia de demanda interna exportando –bien sea aplicando la disciplina salarial o mediante incrementos en la calidad de sus exportaciones– tendrán éxito únicamente porque los déficits de los países del Sur evitan que se produzca la apreciación neutralizadora.

Es decir que, aunque los superávits alemanes no se logren respecto a los países miembros de la Unión sino con el exterior, también implican, a través de este mecanismo indirecto, déficits –en este caso respecto al resto del mundo– de los países del Sur.

#### 7. El ineludible e inaceptado crecimiento de la deuda

Quizás una de las formas de entender la problemática actual de la Unión Monetaria Europea es explicarla como resultado de la contradicción entre el carácter ineludible del crecimiento de la deuda y la no aceptación, la no comprensión de la necesidad de este crecimiento, por los inversores privados. Desarrollaremos por separado estas dos proposiciones:

- a) En la UME, tal como está constituida, la relación deuda/PIB está condenada a crecer sin límite.
  
- b) Los inversores particulares consideran que este crecimiento continuo de la relación deuda/PIB hace más improbable la recuperación de sus inversiones.
  
- a) En el epígrafe 3 hemos argumentado que Alemania pretende obtener –y puede obtener– superávits exteriores/renta continuos como una forma de eludir la recesión. Esto significa que los países de la periferia obtendrán déficits exteriores/renta y éstos, en una situación de desendeudamiento, dan lugar a que se produzcan déficits fiscales/renta en estos países. Ahora bien, la aparición de déficits fiscales/renta en una situación en la que la tasa de crecimiento de las economías es débil y los tipos de interés que la deuda

devenga son elevados conducen inexorablemente al crecimiento de la relación deuda fiscal/PIB.

Veamos esto analíticamente

$$\begin{array}{r} Y = C + I + G + X - M \\ - Y = C + S + T \\ \hline 0 = I - S + G - T + X - M \end{array} \quad (1)$$

$$G - T = S - I + M - X \quad (2)$$

$$\frac{G - T}{Y} = \frac{S - I}{Y} + \frac{M - X}{Y} \quad (3)$$

$$D_t = D_{t-1}(1 + r) + G - T \quad (4)$$

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{1 + r}{1 + g} + \frac{G - T}{Y_t} \quad (5)$$

Utilizaremos las ecuaciones (1) a (5) para justificar el razonamiento anterior. Estas ecuaciones describen el comportamiento económico de un país periférico, por ejemplo, de España. La expresión (1) se obtiene restando, miembro a miembro, las dos identidades macroeconómicas fundamentales. La ecuación (2) es una reordenación de (1). En ella aparece en el lado izquierdo de la igualdad el déficit fiscal  $G-T$ . En el lado derecho tenemos el déficit exterior,  $M - X$ , y  $S-I$ , que es la diferencia entre el ahorro y la inversión privados. La ecuación (3) es sencillamente la ecuación (2) dividida por la renta, es decir, relacionando déficit fiscal, déficit exterior y endeudamiento privado como porcentajes de la renta. En la pasada década en España, un déficit exterior de hasta el 10% del PIB coexistió con un saldo fiscal nulo porque la inversión privada superó en gran medida al ahorro privado ( $S-I = -10\%$ ), es decir, se produjo un gran endeudamiento privado. En el momento presente la situación es la inversa, el sector privado se está desendeudando,  $S-I$  tomará valores positivos, por lo que el porcentaje de déficit fiscal sobre la renta será superior al peso del déficit por cuenta corriente en la misma.

La ecuación (4) nos determina la evolución de la deuda pública de un país, siendo  $r$  el tipo de interés medio que la deuda pública devenga,  $g$  la tasa de

crecimiento del país y  $G - T$  su déficit fiscal primario. Dividiendo la ecuación (4) por  $Y$  obtenemos la ecuación (5). Esta nos permite afirmar que la relación deuda pública/PIB crecerá, período tras período, si  $g$  no es superior a  $r$  y, además,  $G-T/Y$  toma valores positivos.

A partir de aquí, el argumento expuesto al inicio del epígrafe resulta incuestionable. Si Alemania debe obtener –y obtendrá–, como suponemos, superávits exteriores/renta año tras año, los países del Sur alcanzarán déficits/renta equivalentes. Es decir, para cada uno de estos países,  $M-X/Y$  será positivo. Si el desendeudamiento hace  $S-I$  también positivo, el déficit fiscal/renta,  $G-T/Y$ , será positivo y superior al déficit exterior.

Trasladando este resultado a la ecuación (5) y suponiendo que  $g$  no es superior a  $r$ , supuesto realista para las economías del Sur en este momento, obtenemos la conclusión de que la relación deuda pública/PIB de los países periféricos crecerá inexorablemente año tras año.

- b) La pregunta de por qué los inversores no aceptan este crecimiento de la deuda pública/PIB como algo normal cobra más sentido si tenemos en cuenta que al crecer la relación deuda/PIB también lo hace el ahorro que podría comprarla. Efectivamente, el crecimiento de la deuda es, como hemos visto, una consecuencia de los déficits exteriores de los países del Sur equivalentes a los superávits alemanes, resultantes de que este país, Alemania, produce más de lo que gasta o que ahorra más de lo que invierte. Podemos preguntarnos por qué, si un crecimiento continuo de la deuda es ineludible y lógico en la UME, tal como está constituida, y si el ahorro necesario para comprarla crece paralelamente, ¿por qué la colocación, de esta deuda, su aceptación por los inversores, plantea problemas y se hace cada vez más difícil?

Nuestra explicación es la siguiente. Cuando un inversor compra deuda, confía en que, a su vencimiento, otro inversor confíe y compre la emisión de deuda con la que se amortiza la primera. Naturalmente, el inversor no tiene que esperar a su vencimiento para deshacer su inversión, puede vender sus títulos en el mercado secundario pero, si existe desconfianza en que a su vencimiento será refinanciada, el precio de sus títulos se verá reducido e incurrirá en pérdidas.

Los inversores saben que la confianza es volátil y que la cadena de la confianza puede romperse. Parece, por tanto, racional preguntarse qué sucedería con su inversión si la confianza se perdiese. Sobre esto podríamos enunciar el siguiente principio. La confianza de un agente en la recuperabilidad de su inversión dependerá de lo que considere que puede suceder si los N-1 agentes pierden su confianza.

En nuestro caso, sucedería que el proceso de refinanciación de la deuda cesaría y la recuperabilidad de la inversión exigiría que el Estado que la ha emitido pudiese efectuar el pago verdadero del título que vence. Esta posibilidad depende de la cuantía de los vencimientos de deuda que se produzcan en el año –que estarán en función de la cantidad de deuda viva– y del superávit fiscal menos los intereses que el Estado pueda generar en ese año.

Si la relación deuda/PIB crece y el superávit/PIB esperable en el futuro no lo hace, la readquisición de la deuda por el país emisor se hace cada vez más remota e improbable.

Pero ya hemos visto que el logro de superávits fiscales por los países periféricos no es posible en general sin lograr superávits exteriores o, lo que es lo mismo, sin que Alemania acepte la situación inversa. Llegamos así a la conclusión ineluctable de que la UME es un objeto imposible. Podría formularse casi como un teorema.

Si Alemania solo está interesada en permanecer en la UME si puede colocar su excedente de producción en los países periféricos y darle salida provoca un crecimiento continuo de la relación deuda/PIB de estos países que hace imposible el cobro verdadero de la deuda y su alternativa, la refinanciación continua, no es aceptada por los inversores privados, el *default* es inevitable.

Salvo que la deuda la compre sin límite el BCE, en cuyo caso la UME resultante sería muy distinta de su diseño inicial. Las posibles características de este escenario las analizaremos en el epígrafe titulado “Tres equilibrios”.

## 8. Rutas hacia el *default*

Podemos describir dos procesos dinámicos por los que la Unión Monetaria Europea tiende hacia su desintegración:

1. La creciente desconfianza de los inversores sobre la posibilidad del pago verdadero de la deuda, basada en el ineludible crecimiento de la relación deuda/PIB, elevará el diferencial de intereses de los países del Sur y hará más rápido el crecimiento de la bola de nieve de la deuda.
2. Las políticas de austeridad impuestas por las autoridades de la UME e inspiradas por Alemania exigirán, para dar resultado, --para lograr la devaluación interna-- unos períodos de recesión tan largos que los gobiernos no soportarán la tensión social implicada y, o bien abandonarán las políticas, o acabarán decretando el *default*.

Estos dos mecanismos --que cada uno de ellos por sí solo conduciría al colapso-- se realimentan del siguiente modo. Si D/Y crece en un país periférico, las autoridades de la UME, el FMI, etc. intensificarán sus imposiciones de austeridad fiscal a ese país, incrementándose el desempleo y el malestar social, elevándose la probabilidad de que la situación político-social se haga insostenible y nutriendo la desconfianza de los inversores, lo que de nuevo elevará el diferencial y el crecimiento de la deuda.

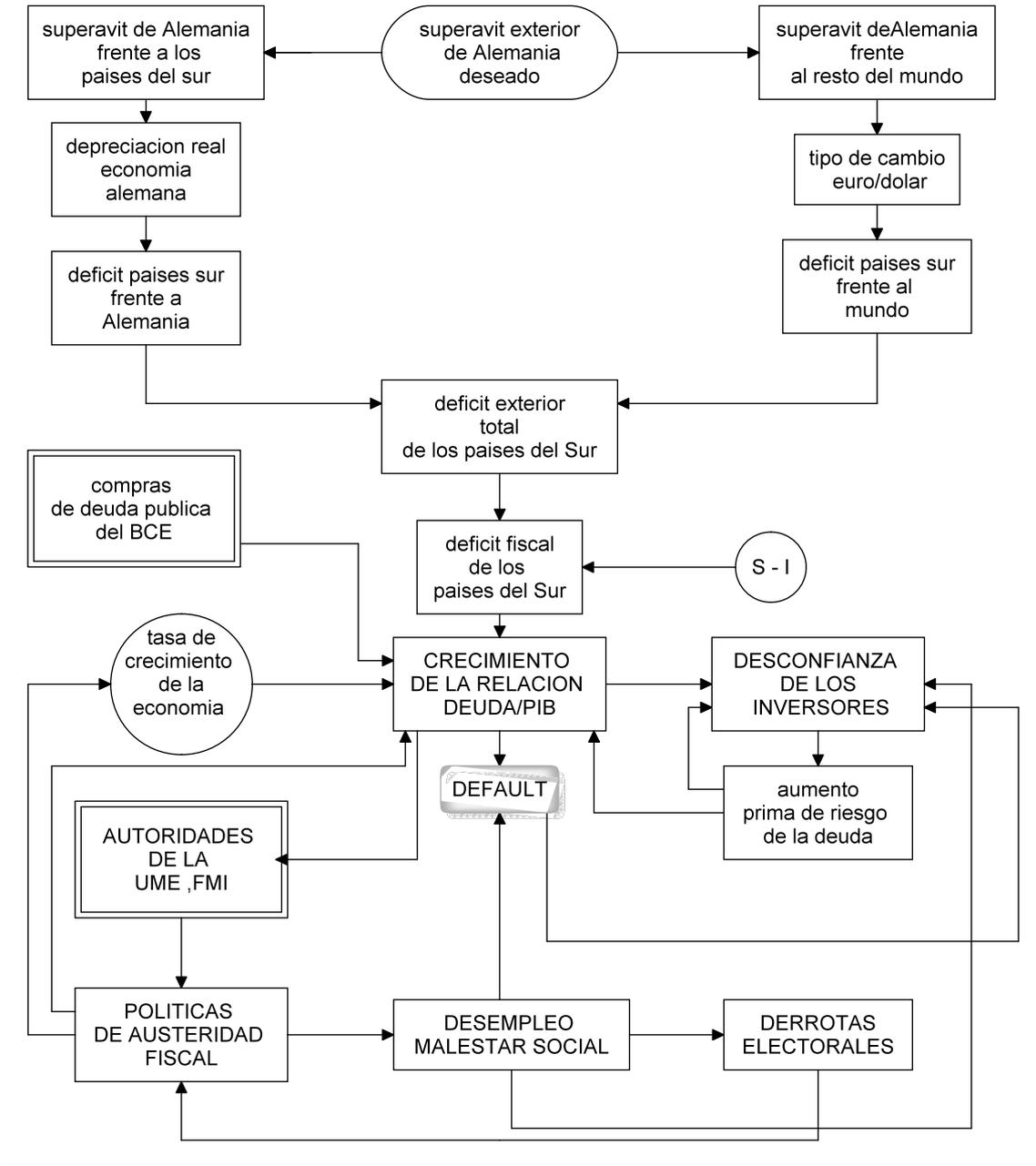
La posibilidad de eludir el colapso, dado este entramado de realimentaciones positivas, existe, aunque parezca resultar improbable. Depende de los siguientes factores:

1. Que las políticas de autoridad fiscal logren, como sostienen sus defensores, contener el crecimiento de la relación D/Y sin afectar demasiado al crecimiento y, por tanto, sin incrementar demasiado el desempleo.
2. Que factores exógenos, como el crecimiento de la confianza de empresarios y consumidores o el tirón de la demanda externa, generen una tasa de crecimiento elevada, evitando el crecimiento de la relación D/Y y haciendo cada vez menos necesaria la austeridad fiscal y cada vez menor el recelo de los inversores.

3. Que los funcionarios del Banco Central Europeo prefieran renunciar a sus ideas antes que a sus emolumentos y decidan monetizar sin límite, disfrazándolo como convenga, los déficits de los países del Sur y sin exigir austeridad fiscal como contrapartida. En este caso, la desconfianza de los inversores, la resistencia de los ciudadanos a aceptar las penurias de la austeridad y el descontento de los votantes del Norte por el coste fiscal de los rescates quedarían inmediatamente abolidos. Aparecería el escenario que en el epígrafe siguiente explicaremos y al que hemos denominado “El Nuevo Pacto Colonial”.

Hemos representado esta red de *feedbacks* que operan en la UME en el diagrama de flujo de la página siguiente.

RUTAS HACIA EL DEFAULT



## 9. Tres equilibrios

Podríamos resumir lo expuesto hasta aquí afirmando que la Unión Monetaria Europea se halla en este momento en una situación inestable que podría evolucionar y anclarse en uno de los tres escenarios o equilibrios siguientes: la solución perfecta, el colapso y el Nuevo Pacto Colonial.

### *La solución perfecta*

La solución perfecta exigiría una mutación genética de Alemania. Que acepte la apreciación real de su economía, que se lograría con tasas más altas de inflación que las de los países del Sur. Aceptación que conlleva la pérdida de vitalidad de su sector exportador, la probable aparición del desempleo y una reestructuración total de su economía.

En estas condiciones, los países del Sur obtendrían superávits exteriores que se convertirían en superávits fiscales y éstos harían posible el pago de la deuda. La cuantía de ésta se reduciría lentamente pero la expectativa de su evolución favorable por los inversores supondría su desaparición como problema.

La única razón para no considerar este escenario como la solución perfecta es que, en nuestra opinión, la probabilidad de que se materialice es nula.

### *El colapso*

El colapso significaría la ruptura del euro. Podría producirse porque algún país haga *default* parcial o total y los inversores se convenzan de que los demás países también pueden hacerlo, y estas expectativas se conviertan en realidad, por una serie sucesiva de *defaults*, o por una disolución conjunta y sincronizada.

También podría producirse porque las autoridades de la UME, inspiradas por los gobiernos que quieren halagar los instintos punitivos de sus votantes, aprieten la tuerca de la austeridad a los países del Sur y los gobiernos de éstos se convenzan de que sus días están contados si no se resisten y prefieran su supervivencia y la paz social de sus países a la supervivencia de una organización no sobrada de generosidad hacia ellos.

El punto de ruptura puede dar lugar a una crisis importante, pero, valga la frase, es posible que una salida catastrófica sea preferible a una catástrofe sin salida.

### *El Nuevo Pacto Colonial*

El escenario que proponemos denominar Nuevo Pacto Colonial podía describirse por las cuatro características siguientes.

1. Alemania seguirá colocando su excedente de producción en los países del Sur.
2. Se llevarían a cabo compras ilimitadas, por el Banco Central Europeo, de la deuda pública que emitan los países del Sur sin condicionalidad, es decir, sin exigencias de austeridad. Hasta el punto en que la inflación en la UME corra el riesgo de desbordarse. Estas actuaciones del BCE eliminarían la mayor parte de los problemas del momento presente. En efecto:
  - a) al ser liberados de su sacrificio fiscal, el descontento de los contribuyentes del Norte se extinguiría;
  - b) sin austeridad fiscal desaparecería el desempleo y la inestabilidad social en la periferia;
  - c) al proclamarse el BCE como comprador de deuda pública en última instancia, la resistencia de los inversores a comprarla desaparecería y, en caso contrario, serían suplidos por el BCE;
  - d) tampoco sería necesario que los países del Sur privatizaran activos públicos para obtener fondos y devolver la deuda, por lo que el nacionalismo indignado por la “invasión” del Norte no tendría por qué surgir.
3. Debemos plantearnos el destino de los ahorros de los ciudadanos del Norte si la deuda pública emitida –o una parte de la misma– la compra el BCE. Caben varias posibilidades. En primer lugar, que compren activos en países exteriores a la UME, en cuyo caso la salida de capitales y la depreciación del euro consiguiente estimularían las exportaciones y resolverían la insuficiencia de demanda agregada de la UME. Alternativamente, podrían comprar activos dentro de la UME, quizás generando burbujas o con resultados más

satisfactorios, estimulando la demanda de inversión por las elevaciones en las cotizaciones bursátiles de acuerdo con la  $Q$  de Tobin. También en este caso provocarían el estímulo de demanda que la UME necesita. En todos estos casos, el juego que habíamos descrito al comienzo de este trabajo se vería modificado: Alemania ya no intercambiaría exportaciones netas por deuda sino exportaciones netas por patrimonio.

4. La última característica de este escenario es la existencia de gobiernos títeres en los países del Sur. El poder real en la UME lo tendría el BCE. Este podría comprar más o menos deuda, obligar a privatizar más o menos el patrimonio público a los países endeudados, exigir más o menos austeridad como contrapartida, según que el gobierno del país en cuestión sea más dócil a sus directrices, sus políticas se ajusten mejor a la ortodoxia; en suma, según que sea más o menos políticamente correcto. Graduando estas decisiones, estaría en su mano condenar a un gobierno al rechazo de sus electores o consolidarlo. El BCE se convertiría en el Gran Hermano de Europa.

Las compras de deuda pública por el BCE serían una forma de inyectar poder adquisitivo en los países del Sur e incrementar su producción empleando recursos que, de otra forma, permanecerían desempleados. No tendrían por qué generar inflación. Constituirían lo que en economía se denomina un *free lunch*. Si las compras se dirigiesen en parte hacia la producción de países del Norte, posiblemente recalentados, sí provocarían tensiones inflacionarias. Sencillamente porque resulta imposible, sin devaluar, dirigir la demanda hacia los puntos o países donde se sitúan los recursos desempleados.

No nos parece muy probable que, aun sin comportar riesgos apreciables de inflación, esta monetización continua sea tolerada por los gobiernos y los ciudadanos alemanes. Que exista producción sin sacrificio, consumo “excesivo” sin austeridad y castigo posteriores, que el valor de su eficacia económica pueda cuestionarse en un mundo donde la restricción más fuerte es la demanda, son ideas que hacen peligrar demasiado el equilibrio de su universo mental. Lo más probable es que la superstición predomine sobre el pragmatismo y que, para pagar la deuda, se propongan preferentemente privatizaciones del patrimonio público de los países endeudados que suscitarán la lógica ira de los ciudadanos de estos países. Veremos.