

# ¿Está la zona del euro condenada al fracaso?

Jacques Sapir

La zona del euro está atravesando una crisis de importancia histórica, que ha provocado una acumulación de deuda soberana y ha puesto de manifiesto sus defectos internos.

Desde principios de 2010 en varios países de la UE la crisis ha redundado en unos tipos de interés más elevados que los de Alemania. Es lo que se denomina «diferenciales» de los tipos de interés y ha cuestionado el único logro real de la zona del euro: la convergencia relativa entre países sobre el mercado de deuda que se inició en 2000. Esta situación se ha visto potenciada por el gran crecimiento de las deudas soberanas al inicio de la crisis en 2007. Pero incluso este fenómeno podría vincularse al euro, ya que antes de la crisis propició una caída de los tipos de interés que posteriormente facilitó la acumulación de una gran deuda, tanto privada como pública, en la mayoría de los países de la zona del euro.

Cuando la diferencia entre los tipos de interés de un país y los de Alemania superó los 300 puntos, fue evidente que la zona del euro había entrado en aguas turbulentas.

Cuadro 1. Situación al principio de la crisis (31 de diciembre de 2009)

	España	Portugal	Grecia
Total deuda (miles de millones de euros)	5.315	783	703
Total deuda (porcentaje del PIB)	506	479	296
Total detenida por no residentes (porcentual)	33	49	51
<b>Deuda por emisor (miles de millones de euros)</b>			
Gobierno	676	121	293
Corporaciones financieras	1.669	238	120
Corporaciones no financieras	2.053	246	165
Hogares	918	178	123

Fuente: C. Lapavistas y otros: «The Eurozone between austerity and default», en *RMF - Research on Money and Finance*, informe ocasional (2010, disponible en <http://www.researchonmoneyandfinance.org/>).

De hecho, el crecimiento del diferencial del tipo de interés estaba provocado por el deterioro de la situación de endeudamiento en Grecia, y más tarde en Irlanda, Portugal y España<sup>1</sup>.

Fuera de los países en situación de riesgo, observamos que el proceso de divergencia de los tipos de interés ha dado un paso más. Por ejemplo, Italia reanudó la emisión de futuros sobre deuda del Estado en septiembre de 2009 (una práctica que había suspendido en 1999 con la introducción del euro). Esto indica que los operadores intentan evitar nuevos problemas en este segmento del mercado de valores del Estado<sup>2</sup>. El hecho de que Italia haya vuelto a introducir estas emisiones apunta a que el euro está perdiendo con rapidez su función de protección. Lo mismo puede decirse sobre las inquietudes que están manifestándose abiertamente en Bélgica.

Con todo, los partidarios del euro subrayaron esta función durante la crisis. Sostenían que el euro ayudaba a los países miembros a evitar las consecuencias de una fluctuación violenta entre sus monedas. No obstante, estas fluctuaciones se han producido debido a la decisión tomada tiempo atrás de avanzar hacia la convertibilidad total (convertibilidad de las cuentas de capital). Cabe observar asimismo que la especulación sobre los tipos de cambio se ha visto sustituida por la especulación sobre los tipos de interés. Uno se pregunta cuál habría sido el resultado si se hubiesen introducido controles sobre el capital. Pero según las disposiciones del artículo 63 del Tratado de Lisboa, estos controles están estrictamente prohibidos.

Aún así, es importante observar que la introducción de controles de capital está recomendada por el FMI<sup>3</sup> como medio para luchar contra la especulación. Podrían haber ayudado a evitar las oscilaciones monetarias, dando al mismo tiempo dado la posibilidad a los países de la zona del euro de adaptar su tipo de cambio a la sustancial divergencia en el costo real de la mano de obra registrada en Europa desde 2002.

**Esta apertura ha hecho a los países totalmente dependientes de la zona del euro**

Esta apertura ha hecho a los países totalmente dependientes en la zona del euro. La adopción de un tipo de cambio único y la sobrevaloración que ha caracterizado al euro desde 2003 también han aumentado la presión económica sobre algunos miembros.

La rígida presión que ejerce la soga «de la moneda única» obliga a algunos países de la zona del euro a aumentar continuamente sus déficit presupuestarios<sup>4</sup>, lo que plantea interrogantes sobre la política deflacionaria competitiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento del Tratado de Maastricht (1992) y puede tener graves consecuencias de recesión para Europa. No podemos excluir la posibilidad de que algunos países dejen la zona del euro<sup>5</sup>. La retirada de un solo país ya provocaría un fuerte movimiento especulativo, lo que haría la participación de otros aún más cara y, a la larga, hasta imposible.

Cuando estalló la crisis en abril de 2010<sup>6</sup>, tenía dos dimensiones: una dimensión pasajera (la crisis de la deuda en España, Grecia, Italia y Portugal) y una dimensión

estructural más importante. La crisis la desencadenó la creciente desconfianza de los mercados financieros en las posibilidades que tenían los países con una gran deuda de liquidarla. La crisis empezó en Grecia, y luego atacó Irlanda, Portugal y España. Hoy está claro que Italia será la siguiente, puesto que ya era objeto de ataques especulativos en julio de 2011.

Se suponía que el plan adoptado el 9 y 10 de mayo de 2010 iba a poner fin a la crisis. Sin embargo, la respuesta de los mercados muestra que la falta de confianza no ha hecho sino aumentar. El plan se ha modificado en diversas ocasiones, pero lo único que se ha conseguido con cada cambio ha sido retrasar los problemas uno o dos meses. La especulación de los mercados revela lo siguiente:

- Este plan no anuncia un compromiso claro por parte de los países donantes, ya que gran parte de los fondos no son más que una garantía crediticia.
- La suma total no basta para cubrir las necesidades financieras estimadas de 900.000 millones a 1 billón de euros de los tres países a los que ya se está aplicando el plan (Grecia, Irlanda y Portugal). Está claro que este importe dista mucho de ser suficiente si se incorpora a España al plan de rescate. La tasa de morosidad bancaria ya ha alcanzado el 6,2 por ciento del volumen del crédito. Con el final previsto del paquete de prestaciones de desempleo en diciembre de 2011, es muy probable que la tasa de morosidad aumente aún más, incluso hasta el 10 por ciento.
- Algunos países, como Alemania, no están dispuestos a contraer obligaciones.

Este plan se ha diseñado claramente como un intento de ganar tiempo. La única acción útil ha sido la decisión del BCE de comprar deuda pública y privada, aunque no sea del todo satisfactoria: sólo la monetización de parte de la deuda proporcionaría un verdadero balón de oxígeno. A principios de mayo, Grecia pidió más dinero, y Portugal e Irlanda están pidiendo una renegociación de sus tipos de interés.

### *¿Qué opciones quedan?*

Los planes de austeridad fiscal están empujando a algunos países al límite. El ajuste fiscal necesario para estabilizar la deuda soberana es demasiado drástico para su aceptación social por parte de algunos países. Y lo que es más, el efecto desbordamiento deflacionario no se ha calculado ni se ha introducido en las diversas previsiones presentadas por los gobiernos o centros de investigación independientes. Se demostrará que los efectos de la austeridad son contraproductivos. El efecto acumulativo de estos distintos planes fiscales de ajuste está sumiendo a la zona del euro en una depresión desconocida hasta la fecha. La única competitividad con que cuentan algunos países, la competitividad económica, no puede reconstruirse sin una devaluación fuerte. Por otro lado, la experiencia rusa de 1998 está mostrando que los beneficios a largo plazo pueden compensar el sufrimiento a corto plazo.

**Cuadro 2. Ajuste fiscal necesario para mantener la deuda soberana al nivel de 2010 (en porcentaje del PIB)**

	Deuda soberana a finales de 2010	Volumen de déficit presupuestario	Déficit primario (-) o superávit (+) necesario para mantener la deuda soberana al nivel de finales de 2010	Resultados revisados de las cifras de crecimiento publicadas por centros de investigación independientes	Ajuste fiscal mínimo	Ajuste fiscal máximo
Alemania	77,0	-4,2	-1,9	-1,6	-2,3	-26,0
Bélgica	102,0	-4,9	-1,6	-0,9	-3,3	-4,0
Francia	82,7	-7,6	-1,1	-0,6	-6,5	-7,5
Italia	118,0	-5,1	-0,1	1,9	-5,0	-7,0
España	66,0	-9,3	1,1	2,6	-10,4	-11,9
Portugal	86,0	-7,3	2,7	5,0	-10,0	-12,3
Irlanda	78,0	-17,7	2,2	4,7	-19,9	-22,4
Grecia	142,5	-7,9	12,0	15,1	-19,9	-23,0
Grecia con financiación del FMI	142,5	-7,9	6,3	9,3	-14,2	-17,2

Fuente: Cálculos del autor y base de datos CEMI-EHESS (Centre d'études des modes d'industrialisation - École des Hautes Études en Sciences Sociales).

**Como la moneda única ha evitado ajustes al tipo de cambio, este ajuste fiscal que queda es la única salida posible**

No obstante, esta devaluación no podría obtenerse dentro de la zona del euro, por lo que estos países tendrían que dejarla, tal vez temporalmente. Los problemas no se terminan con Grecia y Portugal. Mientras que algunos de los países de la zona del euro no se beneficiarían de una posible devaluación (Alemania, Países Bajos, Finlandia), otros, como Irlanda, Francia e Italia, sí que lo harían. Las grandes transferencias presupuestaria no han servido de apoyo al sistema de moneda única adoptado para el euro. Alemania sigue oponiéndose fuertemente a convertir la moneda única en una zona de transferencias. Pero, como la moneda única ha evitado ajustes al tipo de cambio, este ajuste fiscal que queda es la única salida posible. Los ajustes fiscales no serán sostenibles.

El plan de rescate y recortes adoptado para Grecia a finales de febrero de 2012 sólo dará un respiro al pueblo heleno. La inestabilidad de los tipos sobre la deuda portuguesa ya supera la de Grecia, y España está muy lejos de los límites que prometió para su déficit presupuestario. Los mecanismos europeos de estabilidad adoptados demasiado tarde, en febrero, también son, de largo, insuficientes.

La crisis que nos espera podría significar el principio del fin para el euro.

## Notas

- <sup>1</sup> E. Ross Thomas: «Spain downgraded by S&P as slump swells budget gap» (Bloomberg, 19 de enero de 2009).
- <sup>2</sup> A. Worrachate: «Italian bond futures offer proxy to hedge Greek, Irish debt» (Bloomberg, 11 de septiembre de 2009).
- <sup>3</sup> J. Ostry y otros: «Capital inflows: The role of controls», *Nota de síntesis del personal técnico del Fondo Monetario Internacional* (Washington, DC, FMI, 2010).
- <sup>4</sup> En relación con los efectos deflacionarios del euro, véase J. Bibow: «Global imbalances, Bretton Woods II and Euroland's role in all this» en J. Bibow y A. Terzi (directores): *Euroland and the world economy: Global player or global drag?* (Nueva York, Palgrave Macmillan, 2007).
- <sup>5</sup> S. Kennedy y T.R. Keene: «Feldstein says Greece will default and Portugal may be next», *Business Week* (30 de junio de 2010).
- <sup>6</sup> A. Moses y D.S. Harrington: «Bank swaps, Libor spreads show doubts over Europe bailout: Credit markets» (Bloomberg, 11 de mayo de 2010).

## Referencias

- Dobson, P., «European yield spreads widen on concern debt crisis deepening», *Business Week* (30 de junio de 2010).
- Cachia, F., «Les effets de l'appréciation de l'euro sur l'économie française», *Note de Synthèse de l'INSEE* (París, INSEE, 2008).

*Jacques Sapir es profesor de Economía y Director del Centre d'études des modes d'industrialisation de la École des hautes études en sciences sociales (París). Su investigación se centra en la Federación de Rusia y los países de la Comunidad de Estados Independientes y en el desarrollo internacional. Es autor de varias publicaciones sobre la economía rusa, las finanzas internacionales y la teoría económica, de las que cabe destacar: Les trous noirs de la science économique. Essai sur l'impossibilité de penser le temps et l'argent (París, Albin Michel, 2000) y La Démondialisation (París, Le Seuil, 2011).*