

La noche del euro

Se hizo tarde para rescatar al euro con prestancia y quizás ya se entró en un curso cuyo más probable desenlace sea su colapso. La razón es que se ha seguido gradualmente forzando un ajuste a la baja en los precios de los bienes y servicios no transables y de sus factores de producción asociados – especialmente sueldos, inflexibles a caer –, dentro de un escenario con una muy baja liquidez agregada, francamente contractiva para la actividad. No ha ayudado tampoco la actual debilidad e inoperancia de la banca europea, canal básico para proveer de liquidez a un sistema muy dependiente de ésta, ni el agotamiento fiscal generalizado. Ha faltado aquí una actuación como aquella de la Reserva Federal de Estados Unidos que ante la inminente caída de su sistema de pagos en 2008 intervino decisivamente y de manera poco ortodoxa para restaurar la liquidez que el sistema bancario tradicional entonces no proveía. En el caso del euro, se ha estado dando una conjunción al unísono de tardíos ajustes laborales y desequilibrios monetarios y fiscales que no puede sino tener mal pronóstico.

La cuestión laboral y su difícil reversión: entre los años 2000 y 2011 el costo unitario laboral, corregido por productividad¹, creció 6% en Alemania (representativa de 27% del PGB zona euro), pero 26%, 25% y 31% en España, Francia e Italia, respectivamente (representativos, en conjunto, del 49% del PGB zona euro). El panorama griego, con un 32% de aumento del costo laboral en igual lapso y representativo de un poco más del 2% del PGB zona euro, es sintomático y quizás un triste adelanto, pero irrelevante por su peso específico. La disociación entre productividad y costo laboral es más bien generalizada.

La cuestión fiscal y su asfixiante efecto sobre la economía: a nivel de la zona euro, el déficit fiscal del año 2011 de 4% no es problemático per se, así como su trayectoria en la década pasada. La deuda fiscal alcanza hoy al 87% del PGB, también manejable. Lo más complejo radica entonces en que el actual gasto fiscal representa el 49% del PGB de la zona euro², entregando decisiones a una autoridad centralizada que ha terminado interviniendo en temas que la superan y que la han transformado en una maquinaria redistributiva de ingresos que no vela por los más necesitados sino por los innumerables grupos de presión. Como referencia, en Estados Unidos los gastos federal, estatal y local representan actualmente el 35% del PGB y su deuda consolidada equivale a su propio PGB, con un déficit fiscal consolidado de 7% del mismo³. Ya se llegó a los límites fiscales manejables a nivel agregado en ambos casos y quizás a un punto de reversión de los mismos, vistas las consecuencias.

La cuestión monetaria y la debilidad del canal de liquidez: el sistema financiero de la zona euro es muy dependiente de la banca, no así en el caso de Estados Unidos. Por ejemplo, el balance consolidado de la banca de la zona euro maneja activos totales por E 26.8 trillones, equivalentes a 2.8 veces su PGB, con un capital de E 2.2 trillones, lo que le da un leverage total cercano a 12 veces, imprudentemente alto – una caída de 9% en el valor de sus activos lo deja sin capital⁴. En el caso americano, la banca comercial maneja activos totales por US\$ 12.8 trillones, equivalentes a un 82% de su PGB, con un capital de US\$ 1.48 trillones, que explica un leverage total agregado menor a 9 veces. La exposición de la banca

¹ “Unit Labour Cost, Annual Data”, Eurostat.

² “Deficit and Debt Data”, Eurostat.

³ “Flow of Funds”, US Federal Reserve.

⁴ “Consolidated Balance Sheet of Euro Area MFI’s”, ECB.

europea a la deuda pública doméstica – 12% de sus activos – y al sector inmobiliario permiten intuir que no sólo no tiene el capital que declara tener – los “stress tests” pasados fueron duramente criticados por su baja exigencia, particularmente porque consideraban la deuda pública en sus balances a su valor par - sino que además y por esta misma razón ha perdido su capacidad multiplicadora de la política monetaria del Banco Central Europeo. Y esto último es especialmente grave: el más líquido agregado monetario M1 lleva ya dos años creciendo a una tasa de 1.8% nominal anual, una tasa que no se condice con la inflación existente cercana al 2.5% y la imperativa necesidad de reactivar el crecimiento real de la actividad. Vale la pena aquí recordar el caso americano del 2008: en agosto del 2008 el M1 venía creciendo al 2% nominal anual, bajo una política monetaria esencialmente neutra desde los dos años anteriores – contrario a la percepción general - pero en diciembre del mismo año ya estaba creciendo a tasas anuales de 17%. Aquí la Reserva Federal no sólo apoyó a la banca comercial y a otras entidades del sistema financiero, sino que además entró a comprar directamente bonos del tesoro americano y bonos hipotecarios con garantía federal, entre otros instrumentos. Si bien la banca repositó en la propia Reserva Federal parte de esa mayor liquidez, el efecto neto agregado fue de un fuerte incremento en la liquidez que cambió a tiempo el destino depresivo que a esa hora condenaba a Estados Unidos, y probablemente al mundo. Conseguir esto hoy en la zona euro es prácticamente imposible, por la debilidad estructural del vehículo, su desequilibrante tamaño y la obvia indecisión del Banco Central Europeo.

El experimento de moneda única está fallando al fallar los sectores públicos, los bancos y la flexibilidad de los precios al unísono. El llamado suplicante a Alemania es distractor pues el problema es mucho más profundo y masivo. Más vale prepararse para la reintroducción de las monedas nacionales.

Manuel Cruzat Valdés

Artículo publicado en Diario la Tercera

16 de junio de 2012