

## O EURO: MOEDA ÚNICA OU CURRENCY BOARD?

ANTÓN COSTAS  
Universidade de Barcelona

Recibido: 10 de abril de 2012

Aceptado: 7 de maio de 2012

**Resumo:** Neste artigo preguntámonos, en primeiro lugar, por que o deseño do euro non incorporou os mecanismos necesarios para resolver situacións de crise como a actual. A hipótese que manexamos é que, en contra do que frecuentemente se di, o euro seguiu un modelo que responde máis á lóxica dunha "currency board" dun mercado común que ao dunha moeda única dunha unidade política. En segundo lugar, formulamos a cuestión de se a actual eurozona pode ir máis alá desa lóxica para transformarse nunha verdadeira moeda común. Para iso preguntámonos en que medida a actual crise de débeda pode acabar sendo unha crise integradora ou, pola contra, desintegradora da eurozona, identificando os factores que poden determinar que o resultado sexa un ou outro. A conclusión é que o camiño cara ao goberno económico do euro será longo e de resultados impredecibles. O avance necesita dun novo impulso rexenerador do proxecto europeo. Ese impulso non poderá vir dos actuais plans de austeridade. A integración dos novos, hoxe afectados por un elevado nivel de desemprego, pode servir de obxectivo para dar ese novo impulso.

**Palabras clave:** Euro / Crise do euro / Crise de 2008 / Currency board / Integración europea.

### THE EURO: A COMMON CURRENCY OR A CURRENCY BOARD?

**Abstract:** In this article we ask why in the process of the formation of the common currency the necessary mechanisms were not incorporated in order to resolve crisis like this. Our hypothesis is that, contrary to what is often said, the euro has followed a model approaching that of the reformed "Currency Board" more than a common currency in the strict sense of the word. Secondly we ask if the current eurozone could go beyond the currency board logic to transform in the common currency logic. In this sense we pose the question to what extent the current sovereign debt crisis will end up being an integration crisis or on the contrary a disintegration crisis of the euro. We try to identify the determining factors that can make cause one effect or another. The conclusion is that a path towards a European common currency will be a hard and uncertain one. We sustain that the advance towards an economic government of the euro needs a new momentum. It won't come from the present austerity plans. We think the reconstruction of the European project needs a new solidarity pact between all European countries. The integration of the youths must be the common objective to drive us a new momentum for the European political project.

**Keywords:** Euro / Crisis of the euro / Crisis of 2008 / Currency board / European integration.

*"Europa non se fará dunha vez nin nunha obra de conxunto: farase grazas a realizacións concretas, que creen en primeiro lugar unha solidariedade de feito".*

Declaración Schuman, 1950.

## 1. INTRODUCCIÓN

A crise de débeda soberana que apareceu nalgúns países da eurozona despois da crise financeira e económica do ano 2008 deixou ao descuberto que o euro non ten os mecanismos necesarios para resolver situacións de crises deste tipo. Ademais, os

esforzos levados a cabo ata agora para afrontar a crise poñen de manifesto as fortes resistencias que existen para introducilos.

Neste artigo preguntámonos, en primeiro lugar, por que no deseño do euro non se tiveron en conta eses mecanismos. A hipótese que manexamos é que, en contra do que con frecuencia se di, como ocorreu coa Serpe Monetaria Europea dos anos setenta e do Sistema Monetario Europeo (SME) dos oitenta, o euro seguiu no seu deseño un modelo que está máis próximo á lóxica de funcionamento dunha *currency board* reforzada que á lóxica propia dunha moeda común en sentido estrito.

En segundo lugar, formulamos a cuestión de se a actual eurozona pode ir máis alá desa lóxica dunha *currency board* reforzada coa que funcionou ata agora para transformarse nunha verdadeira moeda común, cun banco central convencional e cun goberno económico capaz non só de contribuír á solución da actual crise de débeda soberana, senón de evitar que no futuro se produzan situacións similares. Responder esta cuestión esixe, á súa vez, preguntarnos en que medida a actual crise de débeda pode acabar sendo unha crise integradora ou, pola contra, desintegradora da eurozona. Nesta busca de resposta, tratamos de identificar os factores que poden determinar que o resultado sexa un ou outro.

Atopar respostas a estas preguntas pode axudarnos a comprender as razóns do pobre deseño institucional do euro e os retos aos que se enfrenta. Así mesmo, ese estudo permitiranos entender mellor as causas das fortes resistencias observadas ata agora para avanzar na introdución de novos mecanismos e instrumentos que lle permitan ao euro funcionar como verdadeira moeda común dunha unidade política.

Para iso, no que segue, comezamos datando a orixe dos primeiros intentos europeos para crear un mecanismo de coordinación cambiaria e monetaria, e analizamos os antecedentes do euro: a Serpe Monetaria Europea e o Sistema Monetario Europeo, tratando de comprender a súa lóxica de funcionamento e as razóns dos seus respectivos fracasos. A continuación, preguntámonos se o deseño e o funcionamento do euro e do Banco Central Europeo (BCE) responden á lóxica dunha moeda común dunha unión política ou se, pola contra, o fan á lóxica dunha autoridade monetaria dunha *currency board* encargada de manter a estabilidade cambiaria dentro dun mercado común. Isto permitiranos responder a primeira cuestión que formulamos. Á vez, veremos por que algúns estudosos e expertos falaban do euro como un “erro inevitable”.

Abordamos a continuación a cuestión de se a eurozona pode ir máis alá da lóxica de mercado único coa que ata agora funcionou, pois que así sexa depende, ao noso xuízo, dos efectos que a crise de débeda soberana da eurozona acabe sendo un factor integrador ou desintegrador: que sexa unha ou outra cousa dependerá fundamentalmente da visión predominante que exista na UE sobre as causas do sobreendebedamento que se produciu nalgúns países da eurozona, así como da forma en que Alemaña exerza a hexemonía financeira e política da que emerxeu

nesta crise. Ata agora a visión dominante sobre as causas do endebedamento e do tipo de liderado exercido por Alemaña non está facilitando a saída da crise senón que, pola contra, as políticas de austeridade que lle está impoñendo ao resto dos países da eurozona dificulta a saída da crise e a propia sostibilidade do euro.

Por último, veremos como, malia esas resistencias, o feito é que a eurozona *ep-pur si muove*: a partir do momento da aparición da crise grega –na primavera do ano 2010–, a UE foi incorporando, aínda que sexa de forma sincopada e a remolque da crise, novos instrumentos que alentan a esperanza dun avance cara a un goberno económico mancomunado e dun papel máis activo para o BCE como prestamista de última instancia. A referencia á experiencia norteamericana permitíranos concluír que ese avance será, en todo caso, longo, doloroso e de resultados incertos. A ensinanza quizais máis relevante do caso norteamericano é que, aínda que as institucións monetarias e fiscais da unión foron importantes para sortear as crises e para o crecemento económico, o relevante para a construción da súa unión política foi o desexo da xente de construír un futuro común. Aplicado ao caso europeo, a conclusión será que a UE precisa hoxe renovar o impulso cara a unha unión política, e para iso necesita identificar un obxectivo que permita sustentar mecanismos de solidariedade. A integración dos novos –afectados por un elevado desemprego e incertas expectativas de futuro– pode ser ese obxectivo compartido entre todos os países.

## **2. A QUEBRA DA ORDE DE BRETTON WOODS E A BUSCA DUN MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDADE CAMBIARIA**

O Tratado de Roma non contén ningunha referencia a unha moeda única. Tampouco as políticas comúns previron inicialmente mecanismos de cooperación monetaria. Polo tanto, durante as tres primeiras décadas do proxecto europeo, entre as “realizacións concretas” que, segundo a Declaración Schuman do ano 1950, deberían ser o camiño para crear unha “solidariedade de feito” entre as nacións europeas, non estivo a moeda. A razón foi, probablemente, que nos anos cincuenta, cando xurdiron as primeiras realizacións concretas de cooperación europea e se asinou o Tratado de Roma, existía unha orde monetaria internacional que proporcionaba a estabilidade cambiaria necesaria para que as economías dos países que formaban a Comunidade Económica Europea (CEE) puidesen desenvolver as súas relacións comerciais internas sen grandes altibaixos cambiarios. Esa orde monetaria era a que xurdira no fin da segunda posguerra mundial.

Ese sistema –chamado de Bretton Woods, por ser nesa cidade norteamericana onde se negociaron e asinaron os acordos que o crearon– tiña o dólar como moeda de reserva internacional convertible en ouro a un tipo de cambio fixo, e as demais moedas dos países que asinaron os acordos estaban vinculadas, á súa vez, ao dólar mediante un sistema de cambios fixos pero axustables. Ademais, unha nova insti-

tución –o Fondo Monetario Internacional (FMI)–, que actuaba a modo de autoridade monetaria do sistema, era o instrumento que lles proporcionaba financiamento condicionado aos países que acumularan desequilibrios comerciais (déficits) e financeiros insostibles, e que nalgúns casos poderían requirir a desvalorización e/ou a reestruturación da débeda. Este sistema era coñecido como *Gold Exchange Standard*.

Esta orde cambiaria e monetaria internacional quebrou en xuño de 1971 debido, por un lado, á decisión do presidente Nixon de declarar a non convertibilidade do dólar en ouro á vista dos fortes desequilibrios comerciais que se acumularan despois do crecemento das dúas décadas anteriores e, por outro lado, á decisión dalgúns países –como Francia– de pedir a conversión das súas reservas de dólares en ouro. Esa quebra, unida aos efectos da crise enerxética e económica deses anos, deu lugar a desvalorizacións competitivas que alteraron seriamente a estabilidade cambiaria e o comercio internacional.

Conscientes os países que formaban a CEE –e en particular Alemaña– das distorsións que un sistema de tipos de cambio totalmente flexibles podería ter nas relacións comerciais internas da CEE, coa posibilidade de que se producisen desvalorizacións competitivas entre os países membros, a finais dos anos sesenta comezou a estudarse a posibilidade de crear un mecanismo de cambios propio que mantivese a estabilidade nas cotizacións cruzadas das moedas dos países que integraban a CEE. Para tal fin, no ano 1968 deuse a coñecer o Plan Barre e no ano 1970 o Informe Werner, que analizaban as condicións para a creación dun sistema cambiario propio para a CEE.

O primeiro mecanismo operativo de coordinación cambiaria e monetaria foi a Serpe Monetaria Europea, que se creou no ano 1972 coincidindo coa quebra do sistema de Bretton Woods. Tratábase dun mecanismo de coordinación cambiaria que estableceu unhas paridades centrais con respecto ao marco alemán, e que esixía que as oscilacións máximas que poderían experimentar calquera das moedas dos Estados membros fose como máximo dun  $\pm 2,25\%$  respecto da súa paridade central. Os seus resultados non foron, porén, alentadores, pois houbo numerosas desvalorizacións e revalorizacións e, ademais, producíronse diversas saídas e entradas de moedas. Finalmente, e aínda que inicialmente fora concibida como un acordo de ámbito comunitario, a Serpe Monetaria Europea viuse reducida a unha área de estabilidade en torno ao marco alemán, integrando tanto a países de dentro como de fóra da CEE.

Co obxectivo de lograr unha maior estabilidade dos tipos de cambio dentro da CEE, en marzo de 1979 a Serpe Monetaria foi substituída polo Sistema Monetario Europeo. No SME participaron todas as moedas dos Estados membros, a excepción da libra esterlina. O SME tiña tres elementos centrais:

– Primeiro, unha moeda de referencia: o ecu, unha divisa de conta cuxo valor se calculaba efectuando a media ponderada das moedas do SME.

- Segundo, como elemento central do sistema existía un mecanismo de tipos de cambio (MTC), que era un sistema de paridades fixas pero axustables definido en relación co ecu. Como no caso da Serpe Monetaria, as paridades das moedas só podían flutuar dentro dunha banda dun  $\pm 2,25\%$  respecto dos tipos de cambio centrais.
- Terceiro, un mecanismo de crédito en forma de fondo común para axudar aos países con problemas ocasionais, que foi creado grazas á transferencia a ese fondo conxunto do 20% das reservas de divisas e de ouro de cada país.

Nun primeiro momento, o SME pareceu ser capaz de crear unha zona de crecente estabilidade monetaria interna que, ademais, permitiu relaxar progresivamente os controis de capital dentro da CEE. A partir do ano 1987, os reaxustes dos tipos de cambio fixéronse cada vez menos frecuentes e as cotizacións bilaterais fronte ao marco alemán estabilizáronse progresivamente. Así mesmo, neste período ampliouse o número de países que integraban o mecanismo de tipos de cambios do SME coa incorporación de España, Reino Unido e Portugal nos anos 1989, 1990 e 1992, respectivamente.

A pesar deses prometedores resultados iniciais, de novo unha conxuntura económica adversa, así como as diferenzas económicas que existían entre os Estados membros, empuxou ao abandono operativo do SME no ano 1989. A principios dos anos noventa, tal e como sucedera coa Serpe Monetaria e presaxiando o que ocorrería no ano 2007, o SME non foi quen de capear con fortaleza a recesión do bienio 1992-1993, experimentando unha gran crise. Primeiro houbo varios reaxustes das paridades centrais das moedas e, posteriormente, en setembro de 1992, os importantes desequilibrios comerciais dalgúns economías crearon unha forte especulación contra as súas moedas. Ante a incapacidade do fondo do SME de saír na axuda das moedas que maior presión especuladora tiñan, Reino Unido e Italia abandonaron o SME. A continuidade da especulación contra outras moedas europeas, cuxas economías tamén tiñan fortes desequilibrios por conta corrente, levou a ampliar a banda de flutuación, que pasou do  $\pm 2,25\%$  ao  $\pm 15\%$ . Esa marxe de flutuación dificilmente permitía falar dun Sistema Monetario Europeo, pero seguiuse alimentando a ficción de que así era.

Tanto no mecanismo da Serpe Monetaria como no SME seguiron producíndose notables desequilibrios comerciais entre as economías da CEE. Á vista deses desequilibrios, os mercados puxeron en marcha procesos especulativos contra as moedas máis débiles. En ambos os dous casos, a incapacidade do sistema para pórlle un freo efectivo á especulación mediante a axuda común aos países con problemas levou á crise do sistema. Como veremos a continuación, cando o mecanismo de coordinación cambiaria incorporou unha moeda única, seguiron producíndose desequilibrios comerciais internos pero, en ausencia de moedas nacionais, o obxecto dos movementos especulativos dos mercados pasou a ser a débeda pública dos países con maiores desequilibrios.

### 3. A UEM E O EURO: MOEDA ÚNICA OU *CURRENCY BOARD* REFORZADA?

A reacción dos gobernos europeos –en particular de Alemaña e de Francia– á crise do SME a finais dos anos oitenta foi unha fuxida cara adiante. Optouse, entón, por un novo sistema de estabilidade cambiaria máis esixente e ambicioso: unha integración monetaria, coa creación dunha moeda única que substituiría ás moedas nacionais dos países que se integrasen no novo sistema de coordinación.

O paso cara á moeda única non respondía, como moitas veces se afirmou, a unha lóxica de unión política, senón a unha lóxica de mercado común que quería asegurar a calquera custo a estabilidade cambiaria do mercado interior. Esta lóxica de mercado común fixo que o euro mantivese moitos dos defectos de deseño que tiveran o SME e a Serpe Monetaria.

No ano 1986 aprobouse a Acta Única, que establecía un calendario para a creación do mercado único. Ese acordo sinalaba a necesidade de crear unha unión económica e monetaria, e unha moeda única como contrapartida do mercado único. Para iso constituíuse un comité de expertos, do que formaban parte os gobernadores dos bancos centrais. O resultado dese comité foi o Informe Delors, que se aprobou en xuño de 1989. O seguinte paso foi a sinatura do Tratado para a Unión Económica e Monetaria (Tratado UEM), que se asinou en Maastricht o 7 de febreiro de 1992, e co que se constituía a Unión Europea (UE). Este Tratado engadiu aos tratados fundacionais das comunidades europeas un capítulo dedicado, por primeira vez, á política monetaria.

Coherente coa lóxica dun mercado interior único, o deseño do euro respondía máis ao que a literatura chama unha *currency board* que a unha moeda dunha unión política. Unha *currency board* é un mecanismo de coordinación que conta con algún tipo de autoridade monetaria, e cuxo obxectivo fundamental é manter un sistema de tipos de cambio fixos que evite guerras de moedas e guerras comerciais entre os países participantes no sistema. Este obxectivo de estabilidade cambiaria require que os obxectivos convencionais dun banco central se subordinen ao obxectivo de tipo de cambio.

A diferenza do que ocorre cun banco central dunha moeda común dunha unión política, as principais características da autoridade monetaria dunha *currency board* que aquí me interesa sinalar son tres.

- Primeira, a autoridade monetaria non ten facultades para prestarlles aos gobernos, é dicir, non pode actuar como prestamista de última instancia do Tesouro, algo esencial nos casos dun banco central dunha unión política. Neste esquema, os gobernos non poden imprimir diñeiro, polo que han de recorrer ao crédito para financiar os seus compromisos de gasto.
- Segunda, de maneira similar ao que ocorre cos gobernos, a autoridade monetaria da *currency board* non pode actuar como prestamista de última instancia dos bancos comerciais, ao contrario do que sucede coas funcións dun banco central

dunha unión política. Esta función, como ensina a historia das crises financeiras, é esencial para evitar crises sistémicas.

- Terceira, a autoridade monetaria dunha *currency board* ha ter como obxectivo fundamental da súa política monetaria a inflación, dada a súa relación coa paridade da moeda. Non ten, polo tanto, como sucede cun banco central dunha unión política, a capacidade para fixar a política monetaria en función de obxectivos de política interna.

As institucións da UEM e do euro, e en particular o novo Banco Central Europeo, responden máis ás características dunha *currency board* reforzada, na medida en que o BCE ten máis capacidades que unha autoridade monetaria convencional dunha unión cambiaria. O pobre deseño do euro ten a súa razón de ser nesta lóxica de mercado común, que se basea unicamente en mecanismos de coordinación do mercado, sen que puidese incorporar os mecanismos de solidariedade propios dunha moeda dunha unión política. As debilidades institucionais deste deseño do euro quedarán ao descuberto coa crise do ano 2008.

Como xa ocorrera cos seus antecedentes –a Serpe Monetaria e o SME–, Alemaña foi a gran beneficiada, en termos comerciais, deste deseño do euro máis próximo a unha *currency board* reforzada que a unha moeda dunha unión política. Alemaña asegurábase que ningún dos seus rivais comerciais puidera reaxustar a paridade de moeda para responder aos desequilibrios comerciais que xeraban as diferenzas de competitividade existentes no seo da eurozona, construíndo a súa actual hexemonía comercial –e, polo tanto, a súa hexemonía económica e financeira– non como resultado dun *shock* de produtividade interna, senón polos efectos combinados do euro e da política monetaria do BCE, pois a evolución do seu superávit comercial co resto dos países da eurozona a partir da entrada do euro así o confirma.

#### 4. O EURO, UN ERRO INEVITABLE

Este deseño do euro foi inmediatamente criticado –e continua a selo– por moitos economistas, especialmente do outro lado do Atlántico (Feldstein, 2011). A razón foi que as economías que integraban a UEM non tiñan as condicións económicas de base para cumprir os criterios que esixía a teoría das áreas monetarias óptimas, e en particular as condicións de similitude da capacidade competitiva das economías que a integraban. Nesas circunstancias, os críticos sinalaban que o euro era un erro que acabaría creando desequilibrios comerciais insostibles, ou que funcionaría como un mecanismo deflacionista que levaría ao empobrecemento dos países menos competitivos.

Os seus impulsores –Alemaña e Francia– confiaban en que os mecanismos de coordinación que operan a través dos mercados serían suficientes para forzar a mellora de competitividade dos países máis atrasados. As catro condicións que tiñan que cumprir as economías que se quixeran integrar na primeira fase do euro busca-

ban facilitar a converxencia inicial. Pola súa parte, o Pacto de Estabilidade e Crecemento tiña o obxectivo de intentar evitar que os sectores públicos dos países integrantes xerasen desequilibrios fiscais. Por último, a Axenda de Lisboa do ano 2000 buscaba forzar os países a levar a cabo reformas para aumentar a eficiencia das súas economías, e lograr unha converxencia en competitividade dentro da UEM que evitase a aparición de desequilibrios insalvables. Como se ve, a confianza nun futuro común para os países da UE facíase descansar nos instrumentos de coordinación que operaban a través dos mercados, sen incorporar ningún mecanismo de solidariedade nin transferencias internas que fosen máis alá dos fondos estruturais.

Os resultados, desde a perspectiva que temos hoxe, levan a pensar que os críticos tiñan razón: o euro, co deseño que se lle deu, foi un erro. Pero, parafraseando a Charles P. Kindleberger –grande economista e historiador das finanzas–, Torrero (2011) sinalou que o euro foi “*un error inevitable*”. Ao analizar as circunstancias que despois da Primeira Guerra Mundial levaron aos países a adoptar o sistema patrón ouro como mecanismo de coordinación monetaria e cambiaria, Kindleberger sinalou que foi un “*erro inevitable*”. Da mesma forma, o clima que existía nos anos en que se adoptou o euro e nos seus primeiros anos de funcionamento levou a Torrero a dicir que o euro foi un erro inevitable nesas circunstancias.

De feito, o euro pareceu funcionar razoablemente ben durante os seus primeiros sete anos de vixencia, pero máis que polas virtudes do seu deseño, ese bo funcionamento foi debido, probablemente, a outros dous factores coincidentes que tiñan que ver co clima da época: por un lado, a debilidade do dólar, que favoreceu a fortaleza do euro e a súa rápida transformación en moeda de reserva internacional; e, por outro, a aparición nos anos noventa dun clima económico, político e doutrinal que levou a crer que o euro podería funcionar ben a pesar das súas debilidades.

En primeiro lugar, estivo o clima de estabilidade económica asociada ao que se deu en chamar a “gran moderación” dos anos noventa. Nestes anos, a volatilidade do ciclo económico reduciuse considerablemente e a inflación moderouse despois das dúas décadas de forte inestabilidade e volatilidade que seguiron á crise enerxética e económica dos anos setenta e do fracaso das políticas de corte keynesiano que se aplicaron, nun primeiro momento, para facerlles fronte aos efectos da crise. En segundo lugar, estivo o clima político que seguiu á caída do muro de Berlín, á caída da URSS e á reunificación das dúas Alemañas. O temor a que renacera a hegemonía alemá, que inicialmente creou a reunificación, foi aplacado polo chanceler Helmut Kohl ao sinalar que co euro se buscaba unha Alemaña europea e non unha Europa alemá. A renuncia nese contexto ao marco alemán –símbolo da fortaleza alemá– foi o sinal que deu Alemaña para ese compromiso con Europa. En terceiro lugar, estivo o clima de confianza no mercado construído polas novas correntes de pensamento económico que neses mesmos anos substituíron a influencia que na etapa anterior tivera o keynesianismo.



Arias e Costas (2011) sinalaron que a suma destes factores económicos, políticos e doutrinais crearon un clima de “arrogancia” que levou a confiar nos mercados e a limitar ao mínimo o papel da política. A teoría dos mercados eficientes e a teoría das expectativas racionais dos axentes económicos estableceron un novo consenso neoliberal que veu substituír o consenso keynesiano da etapa anterior. Esa confianza nos mecanismos de coordinación do mercado favoreceu que o euro adoptase unha lóxica de mercado común máis que de unión política.

Como xa dixen anteriormente, nos seus primeiros anos de funcionamento o euro pareceu cumprir coas expectativas dos seus defensores, pois converteuse rapidamente en moeda de reserva internacional en competencia co dólar. Así mesmo, baixo a súa vixencia produciuse unha forte converxencia en renda real entre os países máis atrasados e os máis desenvolvidos da UEM. Pero coa perspectiva que dá o tempo e co que sucedeu coa crise do ano 2008, parece evidente que a causa non foi tanto a virtude propia do euro como a debilidade do dólar e ese clima excepcional dos anos noventa e dos primeiros anos deste século.

De feito, durante os primeiros anos do euro foi incubándose na eurozona unha enfermidade asintomática que ninguén quixo ver: os fortes desequilibrios comerciais que se estaban producindo na área euro, con Alemaña como un gran país excedentario e cos demais países –en particular os países das periferias mediterránea e atlántica– fortemente deficitarios. Eses desequilibrios comerciais tiñan a súa contrapartida na balanza de capitais, que era a outra cara da moeda. Alemaña era fortemente excedentaria de capitais que ían financiar o forte endebedamento privado en que incorrían os países que necesitaban esa contrapartida aos seus déficits comerciais. Eses desequilibrios foron propiciados tanto polo propio funcionamento do euro como pola política monetaria do BCE.

Nesa etapa de optimismo e de arrogancia creuse que os desequilibrios comerciais non importaban cando se estaba nunha moeda única, e que os problemas de endebedamento excesivo non tiñan importancia porque, ao estar a débeda nominada en euros, os países endebedados se beneficiarían da súa solvencia e confianza por parte dos mercados financeiros. A arrogancia non permitiu ver que, da mesma forma que baixo o SME os desequilibrios comerciais levaron aos mercados a especular contra as moedas, baixo a moeda única o obxecto de especulación sería a débeda soberana. A crise financeira do ano 2008, e as lamas que trouxo consigo, acabaron coa arrogancia, e fixeron esperar á UE dese soño feliz que creara o euro.

## **5. O QUE A CRISE DEIXOU AO DESCUBERTO**

Como ocorre cando baixa a marea, que deixa ver quen se está bañando espido, a crise de débeda soberana dos países periféricos do euro que seguiu á crise financeira e económica do ano 2008 deixou ao descuberto que a UEM é unha unión coxa. A falta dunha gobernanza económica que sexa capaz de saír en axuda dos países con problemas, e as limitacións con que se atopa o BCE –máis próximo, como xa

sinamos, ás funcións da autoridade monetaria dunha *currency board* que dun banco central convencional–, actuaron como factores de volatilidade macroeconómica e emprego na Unión Europea e, polo tanto, como un factor de incerteza sobre a sostibilidade futura do euro.

A crise de débeda soberana deixou ao descuberto o pobre deseño do euro en si mesmo e a lóxica de mercado común sobre a que se edificou. A fragilidade da eurozona é debida, como xa dixemos anteriormente, a que a súa natureza é máis a dunha *currency board* reforzada que a dunha moeda dunha unidade política. Jean Pisani-Ferry –director do *think-thank* europeo Bruegel– sinalou que a causa desa fragilidade é a “imposible trindade” que existe na estrutura institucional do euro: por un lado, a imposibilidade de mutualización da débeda (emisión de eurobonos); por outro lado, a imposibilidade do BCE de prestarlles apoio monetario aos Estados membros, é dicir, de actuar como prestamista de última instancia dos gobernos, como fan outras moedas como, por exemplo, o dólar; e, por último, porque o feito de que o BCE non poida actuar como prestamista de última instancia dos bancos comerciais produce unha mortal retroalimentación entre a débeda soberana dos países con problemas e os bancos que teñen no seu balance esa débeda. Pisani-Ferry sinala que cómpre romper, cando menos, unha desas restricións –se non as tres– para salvar o euro.

O que é novo nesta crise non é a constatación de que o euro non ten mecanismos de defensa contra os procesos de especulación e contaxio, senón as causas que orixinaron a crise do euro. Os fundadores do euro creron que os problemas poderían derivarse dos desequilibrios fiscais do sector público, establecendo o Pacto de Estabilidade e Crecemento como mecanismo para vixiar e castigar os fallos orzamentarios do sector público. O que non pensaron foi que os problemas máis graves poderían vir doutro tipo de desequilibrios macroeconómicos non orzamentarios, pois de feito a principal causa do sobreendebadamento tivo a súa orixe nos desequilibrios financeiros que tiveron lugar no sector privado bancario da UE.

Se cadra, por inesperado, este fallo do sector privado aínda non foi recoñecido polos gobernos dos países fortes do euro. En particular, o Goberno alemán e unha boa parte das súas elites económicas e da opinión pública seguen empeñadas en atribuírle á crise da débeda soberana unha prodigalidade fiscal dos gobernos que, en realidade, non existiu. Este erro de diagnóstico é, como direi máis adiante, un dos factores que obstaculiza en maior medida a solución á crise de gobernanza que vive a eurozona.

A evidencia de que o rei está espido fixo xurdir diversas propostas para dotar a UEM de novos instrumentos de intervención capaces de configurar unha nova gobernanza económica e financeira da eurozona. De como se resolva esta crise de gobernanza dependerá que a crise da débeda soberana acabe sendo unha crise integradora ou desintegradora da UE, pois que acabe sendo unha ou outra cosa depende fundamentalmente de como Alemaña use o novo poder adquirido nesta crise. Alemaña manda, pero de que o faga mediante un liderado responsable e cooperati-

vo ou mediante un exercicio de hexemonía dependerá o curso que sigan os acontecementos. Neste sentido, o funcionamento do eixe xermano-francés pode ser un factor temperador dos instintos alemáns a actuar pola súa propia conta, en función unicamente do propio interese no curto prazo e debilitando as institucións comunitarias. Non é fácil, porén, diagnosticar que camiño seguirá finalmente a UEM. No que segue tratarei de buscar respostas a este dilema.

## 6. UNHA CRISE INTEGRADORA OU DESINTEGRADORA?

Que efectos acabará tendo a crise da débeda soberana sobre a dinámica de integración europea?, será unha crise integradora, no sentido de producir un avance cara a unha arquitectura máis acabada da UEM e do euro como verdadeira moeda común dunha unión política ou, pola contra, acabará sendo unha crise desintegradora da propia eurozona tal e como hoxe a coñecemos? A análise económica non nos ofrece demasiados instrumentos analíticos útiles cos que buscarlles unha resposta a estas cuestións. O proceso de integración voluntaria entre Estados soberanos é un feito singular do que practicamente non existe experiencia histórica. Isto fai imposible manexar a análise comparada como terreo para suxerir, confirmar ou refutar hipóteses do tipo das que acabamos de formular.

Pero existe unha aproximación metodolóxica, que combina categorías da economía e da ciencia política, que pode ser de utilidade. Trátase do enfoque “saída, voz e lealdade” desenvolvido polo economista e politólogo Albert O. Hirschman. Nun artigo publicado nos anos oitenta, titulado “Tres usos de la economía política en el análisis de la integración europea”, Hirschman (1984) aplicou o seu enfoque para tratar de discernir en que circunstancias unha crise no proceso de construción europea podería derivar nun avance na integración ou na desintegración, é dicir, nunha “crise integradora”, que leve aos Estados membros a buscar algunha acción concertada para avanzar no proceso de integración, ou nunha “crise desintegradora”, que leve aos Estados nacionais a marchar sós.

A partir da experiencia que o proceso de integración europea ofrece na súa reacción ante algunhas das crises económicas anteriores, Hirschman formula, a modo de hipótese, a seguinte pregunta: “*Poderemos concluír que as crises repentinas, dotadas dunha causa claramente identificable, serán desintegradoras, mentres que as dificultades de desenvolvemento máis lento, mal entendidas, serán integradoras?*”. Esta hipótese parécese útil para o contexto da repentina crise de débeda soberana por dous motivos: en primeiro lugar, porque por inesperada e imprevista esta crise pode cualificarse de “repentina”; e, en segundo lugar, porque desde Alemaña e os Países Baixos, así como noutros países de influencia xermánica, se creu saber que había unha causa claramente identificable: a prodigalidade fiscal dos países sobreendebdados. Este é un erro que moitos economistas puxeron de manifesto (Wolf, 2010a, 2010b), pero o feito importante é que ese erro conformou a que poderíamos chamar visión alemá da crise.

### **6.1. A VISIÓN ALEMÁ DAS CAUSAS: O “ERRO MERKEL”**

A resistencia alemá a avanzar cara a un maior goberno económico da UEM e a permitirlle ao BCE exercer funcións de prestamista de última instancia, propias dun banco central convencional, ten moito que ver cunha visión equivocada das causas que provocaron a crise da débeda soberana dalgúns países da eurozona. A chanceler Angela Merkel, e parte da opinión pública alemá, así como doutros países do norte da eurozona, cren que a causa foi a prodigalidade fiscal dos seus gobernos.

Pero, coa excepción quizais do caso grego, no que si existiu unha conduta de exceso de gasto e de ocultación do déficit público –aínda que cómpre dicir que co coñecemento das autoridades comunitarias e alemás, e coa complicidade da banca europea, e en particular da alemá–, nos demais países os problemas da débeda soberana non responden á visión alemá. Como sinalou Martín Wolf, o caso irlandés é a refutación máis contundente do erro da visión alemá.

É fundamental comprender ben o que funcionou mal na eurozona. Reputados economistas, analistas e institucións económicas internacionais como a OCDE apuntaron a influencia que tiveron outro tipo de desequilibrios macroeconómicos diferentes dos orzamentarios. O sobreendebemento dos países deficitarios ten moito que ver cun fallo no funcionamento do sistema financeiro e co deseño do euro. A grandes trazos, o sistema funcionou da seguinte forma. Países da UEM cunha débil demanda interna, pero con sectores manufactureiros dunha gran competitividade externa, xeraron elevados excedentes de aforro. No caso de Alemaña, eses excedentes de aforro producíronos principalmente os fogares. Ese aforro fluíu cara aos seus bancos. O sistema financeiro da eurozona canalizou ese exceso de aforro sobre os investimentos que existían nos bancos dos países excedentarios cara aos países da eurozona con déficits, nos que os seus bancos estaban escasos de depósitos en relación coa demanda de crédito.

Estes países atopáronse, por un lado, cuns tipos nominais de xuro moi baixos, derivados da política monetaria expansiva que seguía o BCE para intentar sacar a Alemaña da súa anorexia post-integración, e, por outro lado, cunhas economías boiantes que presionaban a inflación. O resultado foi que os tipos reais de xuro foron negativos moitas ocasións, é dicir, que o custo do uso do capital foi negativo en moitos casos. Na medida en que a rendibilidade dos investimentos inmobiliarios non viña xustificada pola súa produtividade –que era baixa–, senón polo aumento do valor dos activos inmobiliarios, esas circunstancias alimentaron unha extraordinaria burbulla inmobiliaria. Dada a baixa produtividade deste tipo de investimentos, a burbulla inmobiliaria deteriorou a competitividade deses países.

Polo tanto, cómpre ter en conta que a burbulla inmobiliaria dos países periféricos foi alimentada polo endebedamento externo facilitado polas condicións financeiras e monetarias en que se moveu a eurozona. Isto provocou, por exemplo, que o endebedamento neto externo privado de Irlanda cos bancos estranxeiros, que no ano 2000 era equivalente a un 80% do PIB, alcanzase a extraordinaria cifra dun 204% do PIB no ano 2007.

Coa chegada da crise financeira e coa posterior crise económica e de emprego, países como Irlanda, que mantiveran superávits fiscais durante a fase expansiva, víronse obrigados a avalar e a garantir o endebedamento do sector privado, o que disparou o seu déficit. A crise da débeda soberana deses países non foi debida, polo tanto, a un fallo do sector público, senón a un fallo do sector privado que tivo a súa orixe no funcionamento do sistema financeiro da eurozona. Os bancos que prestan nun só país –especialmente cando se trata de pequenos países como no caso de Irlanda– sobre a base de aforro captado noutros países son moi vulnerables ás situacións de crise, ao que se pode engadir que, debido ao risco moral implícito derivado da cobertura pública, esas crises bancarias levan a crises de débeda soberana.

O “erro Merkel” (Costas, 2011a, 2011b) é crer que os problemas de países como Irlanda ou España derivan dunha prodigalidade fiscal do sector público que realmente non existiu. A clave á hora de acertar na saída da crise da débeda soberana e na construción da nova arquitectura da UEM está, polo tanto, en recoñecer que foi o sector privado financeiro –e non o público– o talón de Aquiles da eurozona. Isto é, en certo sentido, un feito novo. Como xa sinalai con anterioridade, os fundadores do euro creron que os desequilibrios para a sostibilidade do euro procedían basicamente do sector público, e non foron conscientes de que podían vir do sector privado.

Se temos en conta esta ensinanza, xorden de inmediato dúas conclusións importantes: a primeira apunta a que non é suficiente co deseño de novos instrumentos de intervención para o caso de situacións de emerxencia soberana, senón que a reforma do sistema financeiro europeo debe figurar tamén nun lugar destacado na nova arquitectura de goberno da UEM; e a segunda ten que ver coas consecuencias potenciais do que podemos chamar o “erro Merkel”, xa que non ter en conta este erro de comprensión dos feitos pode ter consecuencias importantes sobre a dinámica de integración europea.

Se o Goberno alemán e unha parte influínte da súa opinión pública –xunto coa doutros países, como parece ocorrer agora en Finlandia– persisten na visión de que a crise da débeda soberana ten unha explicación claramente identificable na prodigalidade fiscal dos gobernos, daquela esta crise pode acabar sendo desintegradora. Como sinalou De Grauwe (2011), a obstinación alemá en impoñer un mecanismo de resolución da crise na que a carga recae exclusivamente sobre os debedores é pura e simplemente a negación da existencia da eurozona. Se, pola contra, as causas da crise da débeda se ven en toda a súa complexidade, non como un problema causado polo fallo do sector público dos países sobreendebedados, senón como un fallo do sector privado financeiro do conxunto da UEM e doutros desequilibrios macroeconómicos distintos aos orzamentarios, daquela a crise pode acabar sendo integradora.

A favor dunha saída integradora interveñen, ademais, outros factores. Neste sentido, Albert Hirschman advirte que as cousas son, en realidade, máis complexas, e que non está xustificando un exame de cada crise en si mesma sen ter en conta o

que ocorreu antes, ou o feito de que a unión pode non sobrevivir a unha crise desintegradora se non existe un liderado responsable por parte dos socios máis fortes. Isto lévame a tomar en consideración o papel que pode desempeñar o eixe xermano-francés na evolución futura da UEM.

## **6.2. ALEMAÑA: LIDERADO OU HEXEMONÍA?**

Alemaña emerxeu en medio desta crise como a potencia central da eurozona, tanto no sentido xeográfico como no económico e no político. Pode dicirse que Alemaña manda. Este novo poder de Alemaña non vén unicamente da súa fortaleza económica, e especialmente da súa fortaleza exportadora facilitada pola estabilidade cambiaria da eurozona, senón de que é o socio máis forte e o que ten a mellor calidade crediticia. Ademais, é o que está en mellores condicións para utilizar a súa demanda interna para servir de locomotora para o crecemento da eurozona, co conseguinte beneficio para os países endebedados.

Ata agora Alemaña foi remisa a desenvolver ese papel de locomotora; pola contra, a súa visión das causas do actual desastre, como acabo de sinalar, lévaa a responsabilizar aos países endebedados das súas propias desditas e imponlles drásticos e intempestivos programas de austeridade que, ao non poder utilizar a desvalorización nominal do tipo de cambio, non farán máis que empeorar a súa situación, obstaculizando o crecemento e dificultando a posibilidade de facerlles fronte aos compromisos da débeda. Ademais, Alemaña actuou ata agora con deslealdade, propagando comentarios inoportunos ou ambiguos, que fan aínda máis incomfortable a situación dos países en dificultades, mantendo sobre eles a espada de Damocles da quebra e facéndoos reféns dun xogo que parece ir dirixido a manter a cotización do euro nuns limiares favorables ás exportacións alemás.

Todo isto está xerando preocupación e un certo resentimento entre outros membros da UE, que se preguntan cal é a visión de Alemaña sobre o futuro da UE, e de que forma vai exercer o seu novo poder. De como o utilice dependerá a prosperidade da eurozona e tamén a propia existencia futura do euro. Ata agora a súa conduta parece orientarse a facer o necesario para manter o euro a flote, pero minimizando a exposición dos contribuíntes alemáns ás políticas de apoio á eurozona, aínda que permanece a dúbida sobre como se comportará no medio e no longo prazo.

Como usará Alemaña ese novo poder?, farao mediante un liderado conciliador e responsable, exercido sen retorcer o brazo ou abanear os outros países, ou farao como exercicio de hexemonía, é dicir, usando a lei do máis forte? En todo caso, se falla en elixir o rol adecuado para gobernar os actuais desequilibrios financeiros e económicos da eurozona, pode atoparse que cando esperte do seu erro perdera a eurozona.

A análise económica non nos ofrece categorías e enfoques analíticos que nos permitan facer un prognóstico razoable acerca dos factores que poden levar a un

membro preeminente dunha unión a exercer un liderado hexemónico ou unha cooperativa. Podemos recorrer, así e todo, aos estudos dalgúns reputados economistas e historiadores financeiros para ver de obter algunha luz sobre esta cuestión. Neste labor, poden axudarnos os traballos de Charles P. Kindleberger, recoñecido investigador financeiro. Así, en dous artigos titulados “Jerarquía frente a cooperación” e “La comunidad europea: ¿jerarquía o federación?”, incluídos no seu libro *El orden económico internacional*, Kindleberger pregúntase se a hexemonía é necesaria para a estabilidade dunha unión ou se esta pode ser proporcionada por un liderado responsable e cooperativo entre os Estados-nación que forman parte do sistema. Ofrece dúas saídas (Kindleberger, 1992):

- A primeira é unha resposta realista, que defende que o que determina a actuación dos Estados é a busca do propio interese, e que é improbable que ningún país, cando menos no curto prazo, teña interese en actuar como líder solidario, asumindo o esforzo de estabilizar a economía da unión cos custos que iso comporta. De aí que o seu comportamento tenda a ser hexemónico.
- A segunda é unha resposta máis optimista, e tal vez romántica, pero en calquera caso é unha posible saída institucional que defende que os réximes internacionais e as unións económicas que xurdiron na posguerra poden producir suficiente inercia para xerar un liderado cooperativo que persiga o interese xeral do grupo.

Depende, polo tanto, de como Alemaña entenda cal é o seu propio interese no curto e no longo prazo. Nun primeiro momento, apoiándose nesa nova orde que cando menos temporalmente creou a crise, orde baseada na lei do máis san crediticiamente, Alemaña parece ter optado por un liderado entendido como hexemonía. Un exercicio de hexemonía no que domina a busca dos seus propios intereses no curto prazo, e que deixa pouco espazo para o liderado colectivo e para as convicións morais, para a responsabilidade histórica ou para conceptos como o deber e a obriga do líder. Unha das consecuencias máis visibles desta forma hexemónica de exercer o seu novo poder foi debilitar as institucións comunitarias, retirar o apoio a avances supranacionais e fortalecer o seu papel como principal actor das relacións con Rusia, Asia, Latinoamérica ou Estados Unidos, en prexuízo da voz e da acción das institucións colectivas comunitarias.

Porén, non hai que descartar que pouco a pouco Alemaña oriente o uso do seu poder a través dun exercicio de liderado responsable e cooperativo a medida que faga unha mellor consideración dos seus propios intereses no longo prazo en relación coa eurozona, das consecuencias que se derivarían para ela do seu illamento e tamén da propia inercia á cooperación que introduzan as institucións comunitarias.

Neste sentido, o liderado compartido con Francia pode ser un factor de moderación do exercicio da actual hexemonía alemá. Francia –o outro motor histórico da

integración europea– é consciente de que a crise, por un lado, debilitou a súa influencia e que, por outro lado, incrementou o poder de Alemaña. Alemaña necesita a Francia para dar, cando menos, unha aparencia de consenso ao seu liderado, e non aparecer impondo a lei do máis forte. E Francia, pola súa parte, pode ocultar a súa debilidade detrás da fortaleza alemá, desempeñar unha influencia que non tería por si soa e, á vez, pode temperar a conduta instintiva de Alemaña a perseguir o seu propio interese no curto prazo. O resultado pode ser beneficioso para construír a arquitectura da nova gobernanza europea, sempre e cando o directorio xermano-francés non actúe, como moitas veces o fixo no pasado, frustrando ao resto dos países.

Pero a evolución da crise da débeda non favorece ese liderado compartido senón que, pola contra, está favorecendo que Alemaña actúe *de facto* como presidente permanente da UE. A degradación do *rating* a Francia por parte de S&P cambiou o balance de poder en Europa. Francia perdeu o estatus, cando menos moralmente, de *primun inter pares* que tiña con Alemaña desde a constitución da CEE nos anos cincuenta. Este cambio de poder fortaleceu a hexemonía alemá. E isto non pode deixar de ter consecuencias.

En todo caso, e sen infravalorar en absoluto a importancia que para o futuro do goberno económico da eurozona teña o feito de como o eixe xermano-francés exerza finalmente a súa hexemonía e liderado, a miña opinión é que o factor determinante para a configuración da futura arquitectura económica da UEM e do euro é fundamentalmente como Alemaña entenda que é o que foi mal no funcionamento da eurozona. Mentres persista a actual visión de crer que a causa dos males foi un fallo do sector público dos países sobreendebados, veremos moitas resistencias ao avance cara a un goberno económico do euro.

## **7. EPPUR SI MUOVE: MEDIDAS ORIENTADAS A CREAR UN GOBERNO ECONÓMICO DA UEM**

En todo caso, e á marxe das prevencións que acabo de sinalar, cómpre recoñecer que se van dando pasos incrementais que poden, finalmente, levar cara a un deseño do euro como moeda dunha unión política.

Con todo, no enfoque da saída ao problema da débeda persiste a tensión de fondo, que vimos plasmando neste traballo, entre unha lóxica de mercado común e unha lóxica de moeda dunha unión política. Por un lado, o enfoque máis próximo á visión do euro como unha *currency board* propuxo articular un mecanismo temporal de axuda para inxectarlles liquidez aos países que tiñan cerrado ou moi caro o acceso aos mercados privados de crédito, evitando así a declaración de quebra ou unha reestruturación desordenada da débeda, cos efectos de contaxio que iso significaría para o euro. Por outro lado, o enfoque máis próximo á visión do euro como moeda común intenta aproveitar a crise para pór en marcha unha arquitectura de intervención permanente, capaz á vez de facerlles fronte tanto aos problemas actuais



como a situacións futuras, tanto para países en situacións de emerxencia por problemas de liquidez, pero solventes, como para as situacións de insolvencia que esixan actuacións máis profundas.

Unha corrente de opinión no interior de Alemaña impulsada, entre outros, por un numeroso grupo de economistas académicos agrupados en *Vox*, defende a conveniencia de que a intervención europea sexa temporal, que se instrumente a través de préstamos e que vaia orientada a facilitar unicamente a reestruturación ordenada da débeda dos países insolventes. A súa liña argumental é que os problemas da débeda soberana se deben exclusivamente á prodigalidade fiscal dos gobernos, e que un mecanismo permanente de intervención baseado en recursos do conxunto da eurozona o único que faría sería dar malos incentivos aos países ao “comunitarizar” a débeda soberana dos países indisciplinados.

A propia chanceler alemá Angela Merkel pareceu apoiar en principio este enfoque. De feito, a primeira resposta á situación grega dada no cumio da UE que tivo lugar en maio de 2010 respondeu a esta solución temporal. Creouse un fondo de rescate: o Fondo Europeo de Estabilidade Financeira (FEEF), con vixencia ata xuño de 2013, e dotado con 750.000 millóns de euros para concederlles préstamos condicionados aos países que pedisen o rescate. O feito de que a axuda fose en préstamos, a tipos de xuro máis elevados que os do mercado, e que non se puidese utilizar de forma máis flexible para comprar nova débeda soberana ou facelo nos mercados secundarios demostrou de inmediato que a medicina era peor que a enfermidade. Non é estraño que Irlanda e Portugal se resistiran a pedir o rescate.

Pero a medida que a crise avanzaba, viuse con claridade que a eurozona necesita algo máis que a disciplina procedente de Alemaña. De aí que o sentido común e a lóxica económica impuxeran a necesidade de deseñar unha arquitectura máis permanente para facerlle fronte tanto á situación actual como a situacións futuras.

Os máis ferventes partidarios da unidade política de Europa aproveitaron para sinalar que a supervivencia do euro como moeda única europea necesitaba ser contrabalanceada pola existencia dunha gobernanza que contara co soporte dun gran orzamento federal e cun Tesouro capaz de emitir débeda propia (eurobonos). Esa gobernanza económica, ao estilo da do Goberno Federal de Estados Unidos, permitiría desenvolver dous tipos de funcións: en primeiro lugar, formular políticas contracíclicas que axudaran á economía europea a saír da recesión, actuando como consumidor de última instancia; e, en segundo lugar, actuar como prestamista de última instancia dos gobernos solventes, pero con problemas de liquidez. Porén, aínda que ten lóxica, parece ilusorio pensar que no curto e no medio prazo esta proposta de máximos sexa unha solución viable.

En calquera caso, as propostas operativas foron orientándose nunha dirección que atopa un consenso crecente entre expertos tanto de fóra como de dentro de Alemaña. Así, Frank-Walter Steinmeier e Peer Steinbrück –ministros de Asuntos Exteriores e de Finanzas de Alemaña no período 2005-2009– sinalaron que un bo funcionamento da eurozona esixe tres condicións:

- A primeira é un mecanismo de financiamento dos axustes fiscais e, de ser o caso, da reestruturación da débeda que poidan ter que levar a cabo os países que se atopan en situacións de emerxencia derivadas de situacións de insolvencia.
- A segunda é un mecanismo para evitar innecesarios *default* de países solventes que presenten problemas ocasionais de liquidez nos mercados privados de crédito. Este mecanismo debería incluír a autorización para a emisión dunha certa porción de bonos comunitarios para utilizar como garantía dunha parte da débeda soberana.
- A terceira é a reforma do sistema financeiro europeo que, de feito, é un dos causantes de todo este desastre (Srteinmeier e Steinbrück, 2010).

Pero o Goberno de Angela Merkel, e unha boa parte da súa opinión pública, ten claro o que non quere: por un lado, non quere unha “unión de transferencias”, é dicir, os eurobonos, porque mutualizarían unha parte da débeda da eurozona; e, por outro lado, non queren que o BCE se transforme nun prestamista de último recurso. É probable que esta posición alemá se basee en gran parte nunha mala diagnose da crise de débeda, pois a visión dominante en Alemaña é que a causa do sobreendebedamento foi a dilapidación fiscal dos gobernos. De pouco vale que países como Irlanda ou España foran os que mellor e máis fielmente cumpriran as normas do Pacto de Estabilidade e Crecemento e, pola contra, que Alemaña estea entre os que máis o incumpriron, facendo que a súa débeda pública aumentase ata o ano 2007. Aínda que sexa paradoxal, foron os países que mellor aplicaron a normativa “sobre incendios” do Pacto de Estabilidade os que sufriron en maior medida o impacto do lume, pois non foron quen de frear o forte crecemento da súa débeda privada, algo no que tivo moita importancia o mal deseño do euro e o fallo do sistema financeiro europeo.

Para ir máis alá da lóxica dun mercado común que ata agora está detrás do euro, cómpre avanzar cara á unión política. Ese tránsito non será fácil, dada a perda de impulso europeísta que dominou a acción política nas últimas décadas. Para marchar nesa dirección algúns expertos suxeriron unha estratexia de “pequenos pasos” en distintas direccións (De Grauwe, 2011).

O primeiro paso ten que ser converter o FEEF nun Fondo Monetario Europeo permanente. De feito, xa se deron pasos nesa dirección: a creación do MEEF, a súa conversión nun fondo permanente, ou o feito de adiantar a súa entrada en vigor ao ano 2012, antes do que inicialmente estaba previsto, que era xuño de 2013. Este fondo obterá financiamento dos países partícipes e doutros países externos, e prestaralles aos países que atravesen dificultades. É esencial que este labor de prestamista sexa desenvolvido con máis intelixencia do que fixo inicialmente o FEEF con Grecia, que viu como empeoraba a súa situación ao recorrer ao FEEF. Ademais, debería autorizárselle ao MEEF para que organizara a reestruturación da débeda daqueles países nos que non sexa suficiente coa axuda. Una proposta de interese neste sentido é a de Gros e Mayer (2011), que suxiren unha técnica similar á utilizada polos bonos Brady no caso da crise mexicana.

O segundo paso cara á unión política e, polo tanto, cara á consolidación do euro como verdadeira moeda común, sería a emisión conxunta de eurobonos. De Grauwe identifica dous tipos de argumentos a favor dos eurobonos: un de natureza política e outro de natureza económica e financeira. O primeiro ten que ver co feito de que a emisión de eurobonos remediaría a falta de confianza no futuro da eurozona, algo que é fonte de inestabilidade crónica. Isto, na súa opinión, “acougaría” os mercados financeiros ao disipar os medos existenciais que hoxe existen sobre o futuro do euro. As vantaxes financeiras están relacionadas co feito de que os eurobonos crearían un mercado máis amplo e líquido que podería competir co dólar, e que lles permitiría aos países europeos financiarse en mellores condicións.

No entanto, estas vantaxes de emitir eurobonos mancomunadamente –de “comunitarizar” unha parte da débeda soberana europea– ten que vencer algunhas resistencias comprensibles por parte de países como Alemaña e Países Baixos: en primeiro lugar, o temor a que se produzan condutas de risco moral, é dicir, o temor a que algúns países se aproveitasen desesa “comunitarización” para non practicar a virtude fiscal; e, en segundo lugar, o temor a que a emisión de eurobonos signifique un empeoramento das condicións que hoxe teñen algúns deses países para financiar a súa débeda. Ambos os dous problemas han ser ben resoltos ao deseñar o mecanismo de emisión dos eurobonos. Con todo, existen propostas como as de De Grauwe e Moesen (2009) e de Delpla e Von Weizsacker (2010) que resoven tecnicamente eses problemas.

O terceiro paso para avanzar cara á unión política ha ser a progresiva coordinación das políticas económicas nacionais que, a diferenza da política monetaria centralizada no BCE, ten unha gran diverxencia. Esa coordinación debería comezar pola política fiscal, pero debería alcanzar outros aspectos relevantes que con frecuencia están, porén, fóra do debate, como son os desequilibrios por conta corrente e outras políticas e reformas relevantes para reducir as diferenzas de salarios, prezos e competitividade que existen agora. Esta coordinación ou centralización debería ir unida, nalgúns casos, a un aumento da capacidade orzamentaria da UE para desenvolver certas políticas capaces de crear sentimentos de solidariedade e dun futuro común, como veremos máis adiante.

Con todo, a preeminencia da visión alemá segue alimentando respostas contraditorias. Baixo as presións alemás, os líderes da UE acordaron na Conferencia de Xefes de Estado e Goberno, que tivo lugar en decembro de 2011, un novo “pacto fiscal” para endurecer as normas de estabilidade orzamentaria. Incorporárase o obxectivo de equilibrio orzamentario nas respectivas constitucións, dándolle poderes á Corte Europea de Xustiza para decidir se os países cumpren ou non coas directrices europeas, e introducindo, ademais, un novo réxime de sancións por incumprimento desas normas. Desde a visión alemá, esas regras son vistas como a condición que han aceptar os países para ser axudados cun posible rescate da súa débeda. Outros, como é o caso de Francia, queren ver o novo tratado como o inicio dun go-

berno económico para a eurozona, que agora ha ir máis alá das medidas orzamentarias.

O novo pacto quizais poida contribuír a previr ou a reducir a probabilidade de futuras crises, pero non serve de moito para facilitar a saída á actual crise. Ao poñer a énfase nas políticas de recorte do gasto público nun momento en que o gasto privado está afundido pola recesión e pola necesidade de desendebedamento privado, o novo pacto fiscal corre o risco de empeorar de maneira dramática a situación económica, social e tamén política dalgúns países. De aí que o premio Nobel de Economía Josep Stiglitz lle chamara “pacto para o suicidio”. Esa política de austeridade e de fortes recortes ten outro risco. Na medida en que os países do euro non poden desvalorizar para gañar competitividade no curto prazo e fomentar así o crecemento a través da demanda externa, a tentación dos gobernos e das elites económicas e financeiras deses países será realizar desvalorizacións internas a través de recortes intensos e masivos dos salarios. Pero esas políticas salariais poden xerar estratexias de desvalorizacións salariais competitivas, coma unha especie de neomercantilismo.

Os mercados, pola súa parte, están máis atentos ao que faga o BCE que á política orzamentaria. O seu desexo sería que o BCE comprase directamente tanta débeda soberana como fose necesaria para calmar os mercados. Con todo, é dubidoso que iso poida ocorrer, entre outras razóns, pola oposición de Alemaña a que o BCE asuma esa función directa de prestamista de última instancia, aínda que por camiños indirectos o BCE, baixo a nova presidencia do italiano Mario Draghi, está proporcionando ese financiamento. Nos primeiros meses do ano 2012 o BCE realizou dúas fortes inxeccións de liquidez a tres anos para os bancos, e estes están usando unha parte desta liquidez para comprar bonos, co que alivian a presión dos mercados sobre a débeda soberana. Esta estratexia de darlles diñeiro barato aos bancos en vez de aos gobernos é unha mostra máis da lóxica de *currency board* que está detrás do deseño do euro, que lle impide ao BCE ser prestamista dos gobernos.

Todo isto sería máis convincente se Alemaña estivese disposta a incorporar unha pauta de mutualización de cando menos unha parte da débeda da eurozona, tal e como defenden os enfoques de De Grauwe que xa comentamos. Pero de momento os eurobonos son impensables na lóxica alemá da chanceler Angela Merkel, polo menos ata as eleccións xerais do ano 2013.

## **8. CONCLUSIÓN: UN PROCESO LONGO E INCERTO CARA AO GOBERNO ECONÓMICO DO EURO**

Á busca de camiños de saída para a actual situación de endebedamento soberano e de debilidade institucional que vive a eurozona moitos atoparon inspiración nos Estados Unidos para facer propostas, pois se cadra é a máis exitosa unión monetaria que existiu na historia. Para uns ese éxito demostra que unha unión moneta-

ria non pode sobrevivir sen unha unión fiscal; para outros é o feito de que exista un prestamista de último recurso tanto para os Estados como para a banca comercial o que lles permitiu aos Estados e ao Goberno Federal afrontar mellor a crise; e, por último, outros sinalan que é a existencia dun profundo e líquido mercado de bonos públicos apoiado pola Reserva Federal o que lle permitiu a EE.UU. seguir endebedándose a taxas de xuro nominal do 2%, o que fai que poida á vez desendebedarse e crecer.

A experiencia norteamericana de unidade fiscal tamén está sendo unha fonte de inspiración para o caso europeo. Así, propúxose un “pacto de redención” de débeda soberana europea ao estilo do modelo de asunción de débedas de guerra que levou a cabo o Goberno Federal de EE.UU. no ano 1790. Este plan, deseñado por Alexander Hamilton –o primeiro secretario do Tesouro–, provocou inicialmente unha profunda división entre os Estados, ao negarse o Estado de Virxinia e outros Estados do sur, que redimiran a súa débeda, a financiar o rescate dos Estados sobreendebados, pero mediante concesións de diverso tipo aos Estados opositores –entre elas, a decisión de localizar a capital federal, Washington, nas fronteiras do Estado de Virxinia–, Hamilton conseguiu que retiraran a súa oposición á “comunitarización” da débeda, logrando así a unión fiscal.

Porén, a existencia dunha verdadeira política fiscal e monetaria común aínda tardaría máis dun século. Ata a Gran Depresión dos anos trinta a presenza do Goberno Federal na economía norteamericana foi minúscula. O seu orzamento representaba, polo xeral, menos dun 2% do PIB, fronte a un 25% actual, unha situación bastante parecida ao orzamento actual da UE. Por outro lado, ao longo deste período foi frecuente a adopción de leis para limitar o crecemento do déficit e da débeda pública, tal e como hoxe estamos vendo na UE. Á vez, a política monetaria e financeira de EE.UU. sufriu frecuentes altibaixos, e practicamente non houbo un banco central digno de tal nome ata a segunda década do século XX.

Esta historia cara á unidade fiscal e monetaria levou a *The Economist* a lembrar que o que hoxe vemos como unha historia de éxito foi de feito un proceso longo, doloroso e complicado. Aínda que é indubidable que a unión monetaria e fiscal contribuíu ao crecemento económico de EE.UU., apoiándose en investigacións recentes sobre o caso norteamericano *The Economist* lembra que as institucións fiscais e monetarias foron tan rudimentarias durante tanto tempo que necesariamente contribuíron pouco á construción da nación americana. Neste sentido, foi máis importante a mobilidade interna do traballo e do capital, pois permitía que cando nun Estado había un elevado desemprego a xente puidera moverse libremente buscando mellores oportunidades noutros Estados. De aí que a lección fundamental que se extrae da experiencia de EE.UU. é que o que mantivo a construción da nación e a unidade económica tivo menos que ver coas institucións fiscais e monetarias que co desexo da xente por lograr unha cohesión política máis intensa.

O corolario para a UE é que, se se quere facer unha verdadeira moeda común, cómpre fortalecer o desexo da xente de construír unha verdadeira unidade política europea. Como xa vimos ao longo deste artigo, non foi esta a lóxica que orientou ata agora a construción da UEM. Como xa sinalamos, a lóxica que subxace ao deseño do euro –e aos seus antecedentes: a Serpe Monetaria nos anos setenta, e o SME no anos oitenta– é a dunha *currency board* reforzada, cuxo obxectivo fundamental foi asegurar a estabilidade cambiaria necesaria para o funcionamento dun mercado interior único. De aí que o euro non contemplara a existencia de mecanismos propios dunha moeda dunha unión política, como a unión fiscal que permita mecanismos de “comunitarización” da débeda, ou un banco central con capacidade para actuar de prestamista de última instancia para proporcionar liquidez en situacións como as que estamos vivindo.

Coherente con esa lóxica de mercado común, o euro baseouse máis en mecanismos de coordinación que operan a través dos mercados que de mecanismos de solidariedade propios dunha unión política. A crise do ano 2008 parece, no entanto, ter aberto un novo espazo para as políticas, fronte á anterior hexemonía do mercado (Arias e Costas, 2011). Abriuse unha fiestra de oportunidade para cambiar a lóxica da *currency board* por unha lóxica de moeda dunha unión política. As espadas aínda están en alto e é difícil discernir se a crise levará a unha dinámica europea integradora ou desintegradora. O medo ás consecuencias económicas, sociais e políticas dunha ruptura do euro é ata agora a única forza que parece soste a moeda única, pero o medo non pode ser o único pegamento do euro, pois necesítase algún outro obxectivo común que lle dea un novo impulso ao proxecto de unión política.

Nun recente artigo, Pascal Petit (2012) suxeriu que ese novo impulso pode xurdir da necesidade de responder ao malestar dos novos europeos (*malaise of the youth*) e das clases medias e traballadoras que estiveron experimentando caídas de salarios e diminución da Seguridade Social ao longo das últimas décadas, caídas exacerbadas polas políticas de austeridade. Iso permite pensar na posibilidade dun *New Deal* europeo, xestionado por unha autoridade central responsable de políticas activas para os novos, ao estilo de como fixo a UE ata agora cos fondos estruturais para desenvolver infraestruturas. Esta política, unida a outros programas orientados a grupos sociais en situacións de risco de exclusión en todos os países membros, axudarían a reducir a crecente oposición de movementos populistas e a aliviar as presións anti-Europa que proxectan sobre os gobernos. Probablemente, esta é unha boa fórmula para levar a cabo aquelas “realizacións concretas” capaces de crear “solidariedades de feito” entre os cidadáns dos países membros da UE que recomendaba a Declaración Schuman do ano 1950 para construír a unión política europea.

O medo ás consecuencias da ruptura do euro e a necesidade dun *New Deal* europeo poden mover o euro cara a unha lóxica de moeda dunha unión política europea, máis alá da lóxica dunha *currency board* dun mercado único como foi ata agora; pero, en todo caso, o camiño será longo e de final incerto.

**BIBLIOGRAFÍA**

- ARIAS, X.C.; COSTAS, A. (2011): *La torre de la arrogancia. Políticas y mercados después de la tormenta*. Barcelona: Ariel.
- COSTAS, A. (2011a): “La medicina de Merkel es engañosa”, *El País*, de 13/02/11.
- COSTAS, A. (2011b): “El error Merkel”, *El País*, de 27/03/11.
- DE GRAUWE, P. (2011): “La crisis de la deuda soberana y el futuro del euro”, *Claves de la Economía Internacional*, 3, pp. 16-23.
- DE GRAUWE, P.; MOESEN, W. (2009): “Gains for All: A Proposal for a Common Euro-bond”, *Intereconomics*, 33, (May-June), pp. 132-141.
- DELPLA, J.; VON WEIZSACKER, J. (2010): *The Blue Bond Proposal*. (Bruegel Policy Brief, 2010/3). Brussels: Bruegel. <<http://www.bruegel.org/publications/>>.
- FELDSTEIN, M. (2011): *The Euro and European Economic Performance*. (NBER Working Paper, 17617). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER).
- HAUFLER, A. et al. (2010): *The Plenum of German Economists on the European Debt Crisis*. <<http://www.voxeu.org>>.
- HIRSCHMAN, A.O. (1984): “Tres usos de la economía política en el análisis de la integración europea”, en A.O. Hirschman: *De la economía a la política y más allá. Ensayos de penetración y superación de fronteras*. México, DF: Fondo de Cultura Económica.
- KINDLEBERGER, CH.P. (1992): “La Comunidad Europea: ¿jerarquía o federación?”, en Ch.P. Kindleberger: *El orden económico internacional: ensayos sobre las crisis financieras y los servicios públicos internacionales*, cap. 12. Barcelona: Crítica.
- PETIT, P. (2012). “Building Faith in a Common Currency: Can the Eurozone Get Beyond the Common Market Logic?”, *Cambridge Journal of Economics*, 36, pp. 271-281.
- STEINMEIR, F.W.; PEERTEINBRÜCK, P. (2011): *Financial Times*, de 15/12/11.
- THE ECONOMIST (2011): “One Nation Overdrawn”, *The Economist*, de 17/12/11.
- TORRERO, A. (2011): *Cuatro lecciones sobre la crisis financiera*. Barcelona: Marcial Pons.
- WOLF, M. (2010a): “Ireland Refutes the German Perspective”, *Financial Times*, de 23/11/10.
- WOLF, M. (2010b): “The Eurozone Needs More than Discipline from Germany”, *Financial Times*, de 21/12/10.