

## EL EURO: MONEDA ÚNICA O CURRENCY BOARD?

ANTÓN COSTAS  
Universidad de Barcelona

Recibido: 10 de abril de 2012

Aceptado: 7 de mayo de 2012

---

**Resumen:** En este artículo nos preguntamos, en primer lugar, por qué el diseño del euro no incorporó los mecanismos necesarios para resolver situaciones de crisis como la actual. La hipótesis que manejamos es que, en contra de lo que frecuentemente se dice, el euro ha seguido un modelo que responde más a la lógica de una "currency board" de un mercado común que al de una moneda única de una unidad política. En segundo lugar, planteamos la cuestión de si la actual eurozona puede ir más allá de esa lógica para transformarse en una verdadera moneda común. Para ello nos preguntamos en qué medida la actual crisis de deuda puede acabar siendo una crisis integradora o, por el contrario, desintegradora de la eurozona, identificando los factores que pueden determinar que el resultado sea uno u otro. La conclusión es que el camino hacia el gobierno económico del euro será largo y de resultados impredecibles. El avance necesita de un nuevo impulso regenerador del proyecto europeo. Ese impulso no podrá venir de los actuales planes de austeridad. La integración de los jóvenes, hoy afectados por un elevado nivel de desempleo, puede servir de objetivo para dar ese nuevo impulso.

**Palabras clave:** Euro / Crisis del euro / Crisis 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 reforced "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 a 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 a 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 no se hará de una vez ni en una obra de conjunto: se hará gracias a realizaciones concretas, que creen en primer lugar una solidaridad de hecho".*

Declaración Schuman, 1950.

## 1. INTRODUCCIÓN

La crisis de deuda soberana que ha aparecido en algunos países de la eurozona después de la crisis financiera y económica del año 2008 ha dejado al descubierto que el euro no tiene los mecanismos necesarios para resolver situaciones de crisis

de este tipo. Además, los esfuerzos llevados a cabo hasta ahora para afrontar la crisis ponen de manifiesto las fuertes resistencias que existen para introducirlos.

En este artículo nos preguntamos, en primer lugar, por qué en el diseño del euro no se tuvieron en cuenta esos mecanismos. La hipótesis que manejamos es que, en contra de lo que con frecuencia se dice, como ocurrió con la Serpiente Monetaria Europea de los años setenta y del Sistema Monetario Europeo (SME) de los ochenta, el euro ha seguido en su diseño un modelo que está más próximo a la lógica de funcionamiento de una *currency board* reforzada que a la lógica propia de una moneda común en sentido estricto.

En segundo lugar, planteamos la cuestión de si la actual eurozona puede ir más allá de esa lógica de una *currency board* reforzada con la que ha funcionado hasta ahora para transformarse en una verdadera moneda común, con un banco central convencional y con un gobierno económico capaz no solo de contribuir a la solución de la actual crisis de deuda soberana, sino de evitar que en el futuro se produzcan situaciones similares. Responder a esta cuestión exige, a su vez, preguntarnos en qué medida la actual crisis de deuda puede acabar siendo una crisis integradora o, por el contrario, desintegradora de la eurozona. En esta búsqueda de respuesta, tratamos de identificar los factores que pueden determinar que el resultado sea uno u otro.

Encontrar respuestas a estas preguntas puede ayudarnos a comprender las razones del pobre diseño institucional del euro y los retos a los que se enfrenta. Asimismo, ese estudio nos permitirá entender mejor las causas de las fuertes resistencias observadas hasta ahora para avanzar en la introducción de nuevos mecanismos e instrumentos que permitan al euro funcionar como verdadera moneda común de una unidad política.

Para ello, en lo que sigue, comenzamos fechando el origen de los primeros intentos europeos para crear un mecanismo de coordinación cambiaria y monetaria, y analizamos los antecedentes del euro: la Serpiente Monetaria Europea y el Sistema Monetario Europeo, tratando de comprender su lógica de funcionamiento y las razones de sus respectivos fracasos. A continuación, nos preguntamos si el diseño y funcionamiento del euro y del Banco Central Europeo (BCE) responden a la lógica de una moneda común de una unión política o si, por el contrario, lo hacen a la lógica de una autoridad monetaria de una *currency board* encargada de mantener la estabilidad cambiaria dentro de un mercado común. Esto nos permitirá responder a la primera cuestión que hemos formulado. A la vez, veremos por qué algunos estudiosos y expertos han hablado del euro como un “error inevitable”.

Abordamos a continuación la cuestión de si la eurozona puede ir más allá de la lógica de mercado único con la que hasta ahora ha funcionado, pues que así sea depende, a nuestro juicio, de los efectos que la crisis de deuda soberana de la eurozona acabe siendo un factor integrador o desintegrador: que sea una u otra cosa dependerá fundamentalmente de la visión predominante que exista en la UE sobre las causas del sobreendeudamiento que se produjo en algunos países de la eurozona,

así como de la forma en que Alemania ejerza la hegemonía financiera y política de la que ha emergido en esta crisis. Hasta ahora la visión dominante sobre las causas del endeudamiento y del tipo de liderazgo ejercido por Alemania no está facilitando la salida a la crisis sino que, por el contrario, las políticas de austeridad que está imponiendo al resto de los países de la eurozona dificulta la salida de la crisis y la propia sostenibilidad del euro.

Por último, veremos como, a pesar de esas resistencias, el hecho es que la eurozona *eppur si muove*: a partir del momento de la aparición de la crisis griega –en la primavera del año 2010–, la UE ha ido incorporando, aunque sea de forma sinco-pada y a remolque de la crisis, nuevos instrumentos que alientan la esperanza de un avance hacia un gobierno económico mancomunado y de un papel más activo para el BCE como prestamista de última instancia. La referencia a la experiencia norteamericana nos permitirá concluir que ese avance será, en todo caso, largo, doloroso y de resultados inciertos. La enseñanza quizá más relevante del caso norteamericano es que, aunque las instituciones monetarias y fiscales de la unión fueron importantes para sortear las crisis y para el crecimiento económico, lo relevante para la construcción de su unión política fue el deseo de la gente de construir un futuro común. Aplicado al caso europeo, la conclusión será que la UE precisa hoy renovar el impulso hacia una unión política, y para ello necesita identificar un objetivo que permita sustentar mecanismos de solidaridad. La integración de los jóvenes –afectados de un elevado desempleo e inciertas expectativas de futuro– puede ser ese objetivo compartido entre todos los países.

## **2. LA QUIEBRA DEL ORDEN DE BRETTON WOODS Y LA BÚSQUEDA DE UN MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD CAMBIARIA**

El Tratado de Roma no contiene ninguna referencia a una moneda única. Tampoco las políticas comunes previeron inicialmente mecanismos de cooperación monetaria. Por lo tanto, durante las tres primeras décadas del proyecto europeo, entre las “realizaciones concretas” que, según la Declaración Schuman del año 1950, deberían ser el camino para crear una “solidaridad de hecho” entre las naciones europeas no estuvo la moneda. La razón fue, probablemente, que en los años cincuenta, cuando surgieron las primeras realizaciones concretas de cooperación europea y se firmó el Tratado de Roma, existía un orden monetario internacional que proporcionaba la estabilidad cambiaria necesaria para que las economías de los países que formaban la Comunidad Económica Europea (CEE) pudiesen desarrollar sus relaciones comerciales internas sin grandes altibajos cambiarios. Ese orden monetario era el que había surgido al final de la segunda posguerra mundial.

Ese sistema –llamado de Bretton Woods, por ser en esa ciudad norteamericana donde se negociaron y firmaron los acuerdos que lo crearon– tenía al dólar como moneda de reserva internacional convertible en oro a un tipo de cambio fijo, y las demás monedas de los países que firmaron los acuerdos estaban vinculadas, a su

vez, al dólar mediante un sistema de cambios fijos pero ajustables. Además, una nueva institución –el Fondo Monetario Internacional (FMI)–, que actuaba a modo de autoridad monetaria del sistema, era el instrumento que proporcionaba financiación condicionada a los países que hubiesen acumulado desequilibrios comerciales (déficit) y financieros insostenibles, y que en algunos casos podrían requerir la devaluación y/o la reestructuración de la deuda. Este sistema era conocido como *Gold Exchange Standard*.

Ese orden cambiario y monetario internacional quebró en junio de 1971 debido, por un lado, a la decisión del presidente Nixon de declarar la no convertibilidad del dólar en oro a la vista de los fuertes desequilibrios comerciales que se habían acumulado después del crecimiento de las dos décadas anteriores y, por otro lado, a la decisión de algunos países –como Francia– de pedir la conversión de sus reservas de dólares en oro. Esa quiebra, unida a los efectos de la crisis energética y económica de esos años, dio lugar a devaluaciones competitivas que alteraron seriamente la estabilidad cambiaria y el comercio internacional.

Conscientes los países que formaban la CEE –y en particular Alemania– de las distorsiones que un sistema de tipos de cambio totalmente flexibles podría tener en las relaciones comerciales internas de la CEE, con la posibilidad de que se produjesen devaluaciones competitivas entre los países miembros, a finales de los años sesenta se comenzó a estudiar la posibilidad de crear un mecanismo de cambios propio que mantuviese la estabilidad en las cotizaciones cruzadas de las monedas de los países que integraban la CEE. A tal fin, en el año 1968 se dio a conocer el Plan Barre y en el año 1970 el Informe Werner, que analizaban las condiciones para la creación de un sistema cambiario propio para la CEE.

El primer mecanismo operativo de coordinación cambiaria y monetaria fue la Serpiente Monetaria Europea, que se creó en el año 1972 coincidiendo con la quiebra del sistema de Bretton Woods. Se trataba de un mecanismo de coordinación cambiaria que estableció unas paridades centrales con respecto al marco alemán, y que exigía que las oscilaciones máximas que podrían experimentar cualquiera de las monedas de los Estados miembros fuera como máximo de un  $\pm 2,25\%$  respecto de su paridad central. Sus resultados no fueron, sin embargo, alentadores, pues hubo numerosas devaluaciones y revaluaciones y, además, se produjeron diversas salidas y entradas de monedas. Finalmente, y aunque inicialmente había sido concebida como un acuerdo de ámbito comunitario, la Serpiente Monetaria Europea se vio reducida a un área de estabilidad en torno al marco alemán, integrando tanto a países de dentro como de fuera de la CEE.

Con el objetivo de lograr una mayor estabilidad de los tipos de cambio dentro de la CEE, en marzo de 1979 la Serpiente Monetaria fue sustituida por el Sistema Monetario Europeo. En el SME participaron todas las monedas de los Estados miembros, a excepción de la libra esterlina. El SME tenía tres elementos centrales:

– Primero, una moneda de referencia: el ecu, una divisa de cuenta cuyo valor se calculaba efectuando la media ponderada de las monedas del SME.

- Segundo, como elemento central del sistema, existía un mecanismo de tipos de cambios (MTC), que era un sistema de paridades fijas pero ajustables definido en relación con el ecu. Como en el caso de la Serpiente Monetaria, las paridades de las monedas podían fluctuar dentro de una banda del  $\pm 2,25\%$  respecto de los tipos de cambio centrales.
- Tercero, un mecanismo de crédito en forma de fondo común para ayudar a los países con problemas ocasionales, que fue creado gracias a la transferencia a ese fondo conjunto del 20% de las reservas de divisas y de oro de cada país.

En un primer momento, el SME pareció ser capaz de crear una zona de creciente estabilidad monetaria interna que, además, permitió relajar progresivamente los controles de capital dentro de la CEE. A partir del año 1987, los reajustes de los tipos de cambio se hicieron cada vez menos frecuentes y las cotizaciones bilaterales frente al marco alemán se estabilizaron progresivamente. Asimismo, en este período se amplió el número de países que integraban el mecanismo de tipos de cambios del SME con la incorporación de España, Reino Unido y Portugal en los años 1989, 1990 y 1992, respectivamente.

A pesar de esos prometedores resultados iniciales, de nuevo una coyuntura económica adversa, así como las diferencias económicas que existían entre los Estados miembros, empujó al abandono operativo del SME en el año 1989. A principios de los años noventa, tal y como había sucedido con la Serpiente Monetaria y presagiando lo que ocurriría en el año 2007, el SME no fue capaz de capear con fortaleza la recesión del bienio 1992-1993, experimentando una gran crisis. Primero hubo varios reajustes de las paridades centrales de las monedas y, posteriormente, en septiembre de 1992, los importantes desequilibrios comerciales de algunas economías crearon una fuerte especulación contra sus monedas. Ante la incapacidad del fondo del SME de salir en la ayuda de las monedas que mayor presión especuladora tenían, Reino Unido e Italia abandonaron el SME. La continuidad de la especulación contra otras monedas europeas, cuyas economías tenían también fuertes desequilibrios por cuenta corriente, llevó a ampliar la banda de fluctuación, que pasó del  $\pm 2,25\%$  al  $\pm 15\%$ . Ese margen de fluctuación difícilmente permitía hablar de un Sistema Monetario Europeo, pero se siguió alimentando la ficción de que así era.

Tanto en el mecanismo de la Serpiente Monetaria como en el SME se siguieron produciendo notables desequilibrios comerciales entre las economías de la CEE. A la vista de esos desequilibrios, los mercados pusieron en marcha procesos especulativos contra las monedas más débiles. En ambos casos, la incapacidad del sistema para poner un freno efectivo a la especulación mediante la ayuda común a los países con problemas llevó a la crisis del sistema. Como veremos a continuación, cuando el mecanismo de coordinación cambiaria incorporó una moneda única, se siguieron produciendo desequilibrios comerciales internos pero, en ausencia de monedas nacionales, el objeto de los movimientos especulativos de los mercados pasó a ser la deuda pública de los países con mayores desequilibrios.

### 3. LA UEM Y EL EURO: ¿MONEDA ÚNICA O CURRENCY BOARD REFORZADA?

La reacción de los gobiernos europeos –en particular de Alemania y Francia– a la crisis del SME a finales de los años ochenta fue una huída hacia delante. Se optó, entonces, por un nuevo sistema de estabilidad cambiaria más exigente y ambicioso: una integración monetaria, con la creación de una moneda única que sustituiría a las monedas nacionales de los países que se integraran en el nuevo sistema de coordinación.

El paso hacia la moneda única no respondía, como muchas veces se ha afirmado, a una lógica de unión política, sino a una lógica de mercado común que quería asegurar a cualquier coste la estabilidad cambiaria del mercado interior. Esta lógica de mercado común hizo que el euro mantuviese mucho de los defectos de diseño que habían tenido el SME y la Serpiente Monetaria.

En el año 1986 se aprobó el Acta Única, que establecía un calendario para la creación del mercado único. Ese acuerdo señalaba la necesidad de crear una unión económica y monetaria, y una moneda única como contrapartida del mercado único. Para ello se constituyó un comité de expertos, del que formaban parte los gobernadores de los bancos centrales. El resultado de ese comité fue el Informe Delors, que se aprobó en junio de 1989. El siguiente paso fue la firma del Tratado para la Unión Económica y Monetaria (Tratado UEM), que se firmó en Maastricht el 7 de febrero de 1992, y con el que se constituía la Unión Europea (UE). Este Tratado añadió a los tratados fundacionales de las comunidades europeas un capítulo dedicado, por primera vez, a la política monetaria.

Coherente con la lógica de un mercado interior único, el diseño del euro respondía más a lo que la literatura llama una *currency board* que a una moneda de una unión política. Una *currency board* es un mecanismo de coordinación que cuenta con algún tipo de autoridad monetaria, y cuyo objetivo fundamental es mantener un sistema de tipos de cambio fijos que evite guerras de monedas y guerras comerciales entre los países participantes en el sistema. Este objetivo de estabilidad cambiaria requiere que los objetivos convencionales de un banco central se subordinen al objetivo de tipo de cambio.

A diferencia de lo que ocurre con un banco central de una moneda común de una unión política, las principales características de la autoridad monetaria de una *currency board* que aquí me interesa señalar son tres:

- Primera, la autoridad monetaria no tiene facultades para prestar a los gobiernos, es decir, no puede actuar como prestamista de última instancia del Tesoro, algo esencial en los casos de un banco central de una unión política. En este esquema, los gobiernos no pueden imprimir dinero, por lo que han de recurrir al crédito para financiar sus compromisos de gasto.
- Segunda, de manera similar a lo que ocurre con los gobiernos, la autoridad monetaria de la *currency board* no puede actuar como prestamista de última instancia

de los bancos comerciales, al contrario de lo que sucede con las funciones de un banco central de una unión política. Esta función, como enseña la historia de las crisis financieras, es esencial para evitar crisis sistémicas.

- Tercera, la autoridad monetaria de una *currency board* ha de tener como objetivo fundamental de su política monetaria la inflación, dada su relación con la paridad de la moneda. No tiene, por lo tanto, como sucede con un banco central de una unión política, la capacidad para fijar la política monetaria en función de objetivos de política interna.

Las instituciones de la UEM y del euro, y en particular el nuevo Banco Central Europeo, responden más a las características de una *currency board* reforzada, en la medida en que el BCE tiene más capacidades que una autoridad monetaria convencional de una unión cambiaria. El pobre diseño del euro tiene su razón de ser en esta lógica de mercado común, que se basa únicamente en mecanismos de coordinación del mercado, sin que pudiera incorporar los mecanismos de solidaridad propios de una moneda de una unión política. Las debilidades institucionales de este diseño del euro quedarán al descubierto con la crisis del año 2008.

Como ya había ocurrido con sus antecedentes –la Serpiente Monetaria y el SME–, Alemania fue la gran beneficiada, en términos comerciales, de este diseño del euro más próximo a una *currency board* reforzada que a una moneda de una unión política. Alemania se aseguraba que ninguno de sus rivales comerciales pudiera reajustar la paridad de moneda para responder a los desequilibrios comerciales que generaban las diferencias de competitividad existentes en el seno de la eurozona, construyendo su actual hegemonía comercial –y, por lo tanto, su hegemonía económica y financiera– no como resultado de un *shock* de productividad interna, sino por los efectos combinados del euro y de la política monetaria del BCE, pues la evolución de su superávit comercial con el resto de los países de la eurozona a partir de la entrada del euro así lo confirma.

#### 4. EL EURO, UN ERROR INEVITABLE

Este diseño del euro fue inmediatamente criticado –y continua siéndolo– por muchos economistas, especialmente del otro lado del Atlántico (Feldstein, 2011). La razón fue que las economías que integraban la UEM no tenían las condiciones económicas de base para cumplir los criterios que exigía la teoría de las áreas monetarias óptimas, y en particular las condiciones de similitud de la capacidad competitiva de las economías que la integraban. En esas circunstancias, los críticos señalaban que el euro era un error que acabaría creando desequilibrios comerciales insostenibles, o que funcionaría como un mecanismo deflacionista que llevaría al empobrecimiento de los países menos competitivos.

Sus impulsores –Alemania y Francia– confiaban en que los mecanismos de coordinación que operan a través de los mercados serían suficientes para forzar la

mejora de competitividad de los países más atrasados. Las cuatro condiciones que tenían que cumplir las economías que se quisieran integrar en la primera fase del euro buscaban facilitar la convergencia inicial. Por su parte, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento tenía el objetivo de intentar evitar que los sectores públicos de los países integrantes generasen desequilibrios fiscales. Por último, la Agenda de Lisboa del año 2000 buscaba forzar a los países a llevar a cabo reformas para aumentar la eficiencia de sus economías, y lograr una convergencia en competitividad dentro de la UEM que evitase la aparición de desequilibrios insalvables. Como se ve, la confianza en un futuro común para los países de la UE se hacía descansar en los instrumentos de coordinación que operaban a través de los mercados, sin incorporar ningún mecanismo de solidaridad ni transferencias internas que fuesen más allá de los fondos estructurales.

Los resultados, desde la perspectiva que tenemos hoy, llevan a pensar que los críticos tenían razón: el euro, con el diseño que se le dio, fue un error. Pero, parafraseando a Charles P. Kindleberger –gran economista e historiador de las finanzas–, Torrero (2011) ha señalado que el euro fue “*un error inevitable*”. Al analizar las circunstancias que después de la Primera Guerra Mundial llevaron a los países a adoptar el sistema patrón oro como mecanismo de coordinación monetaria y cambiaria, Kindleberger señaló que fue un “*error inevitable*”. De la misma forma, el clima que existía en los años en que se adoptó el euro y en sus primeros años de funcionamiento ha llevado a Torrero a decir que el euro fue un error inevitable en esas circunstancias.

De hecho, el euro pareció funcionar razonablemente bien durante sus primeros siete años de vigencia, pero más que por las virtudes de su diseño, ese buen funcionamiento fue debido, probablemente, a otros dos factores coincidentes que tenían que ver con el clima de la época: por un lado, la debilidad del dólar, que favoreció la fortaleza del euro y su rápida transformación en moneda de reserva internacional; y por otro, la aparición en los años noventa de un clima económico, político y doctrinal que llevó a creer que el euro podría funcionar bien a pesar de sus debilidades.

En primer lugar, estuvo el clima de estabilidad económica asociada a lo que se ha dado en llamar la “gran moderación” de los años noventa. En estos años, la volatilidad del ciclo económico se redujo considerablemente y la inflación se moderó después de las dos décadas de fuerte inestabilidad y volatilidad que siguieron a la crisis energética y económica de los años setenta y del fracaso de las políticas de corte keynesiano que se aplicaron, en un primer momento, para hacer frente a los efectos de la crisis. En segundo lugar, estuvo el clima político que siguió a la caída del muro de Berlín, a la caída de la URSS y a la reunificación de las dos Alemanias. El temor a que renaciera la hegemonía alemana, que inicialmente creó la reunificación, fue aplacado por el canciller Helmut Kohl al señalar que con el euro se buscaba una Alemania europea y no una Europa alemana. La renuncia en ese contexto al marco alemán –símbolo de la fortaleza alemana– fue la señal que dio Ale-



mania para ese compromiso con Europa. En tercer lugar, estuvo el clima de confianza en el mercado construido por las nuevas corrientes de pensamiento económico que en esos mismos años sustituyeron la influencia que en la etapa anterior había tenido el keynesianismo.

Arias y Costas (2011) señalaron que la suma de estos factores económicos, políticos y doctrinales crearon un clima de “arrogancia” que llevó a confiar en los mercados y a limitar al mínimo el papel de la política. La teoría de los mercados eficientes y la teoría de las expectativas racionales de los agentes económicos establecieron un nuevo consenso neoliberal que vino a sustituir al consenso keynesiano de la etapa anterior. Esa confianza en los mecanismos de coordinación del mercado favoreció que el euro adoptase una lógica de mercado común más que de unión política.

Como ya he dicho anteriormente, en sus primeros años de funcionamiento el euro pareció cumplir con las expectativas de sus defensores, pues se convirtió rápidamente en moneda de reserva internacional en competencia con el dólar. Asimismo, bajo su vigencia se produjo una fuerte convergencia en renta real entre los países más atrasados y los más desarrollados de la UEM. Pero con la perspectiva que da el tiempo y con lo que ha sucedido con la crisis del año 2008, parece evidente que la causa no fue tanto la virtud propia del euro como la debilidad del dólar y ese clima excepcional de los años noventa y de los primeros años de este siglo.

De hecho, durante los primeros años del euro se fue incubando en la eurozona una enfermedad asintomática que nadie quiso ver: los fuertes desequilibrios comerciales que se estaban produciendo en el área euro, con Alemania como un gran país excedentario y con los demás –en particular los países de las periferias mediterránea y atlántica– fuertemente deficitarios. Esos desequilibrios comerciales tenían su contrapartida en la balanza de capitales, que era la otra cara de la moneda. Alemania era fuertemente excedentaria de capitales que iban a financiar el fuerte endeudamiento privado en que incurrían los países que necesitaban esa contrapartida a sus déficit comerciales. Esos desequilibrios fueron propiciados tanto por el propio funcionamiento del euro como por la política monetaria del BCE.

En esa etapa de optimismo y arrogancia se creyó que los desequilibrios comerciales no importaban cuando se estaba en una moneda única, y que los problemas de endeudamiento excesivo no tenían importancia porque, al estar la deuda nominada en euros, los países endeudados se beneficiarían de su solvencia y confianza por parte de los mercados financieros. La arrogancia no permitió ver que, de la misma forma que bajo el SME los desequilibrios comerciales llevaron a los mercados a especular contra las monedas, bajo la moneda única el objeto de especulación sería la deuda soberana. La crisis financiera del año 2008, y los lodos que trajo consigo, acabaron con la arrogancia, e hicieron despertar a la UE de ese sueño feliz que había creado el euro.

## 5. LO QUE LA CRISIS HA DEJADO AL DESCUBIERTO

Como ocurre cuando baja la marea, que deja ver quién se está bañando desnudo, la crisis de deuda soberana de los países periféricos del euro que siguió a la crisis financiera y económica del año 2008 dejó al descubierto que la UEM es una unión coja. La falta de una gobernanza económica que sea capaz de salir en ayuda de los países con problemas, y las limitaciones con que se encuentra el BCE –más próximo, como ya hemos señalado, a las funciones de la autoridad monetaria de una *currency board* que de un banco central convencional–, actuaron como factores de volatilidad macroeconómica y empleo en la Unión Europea y, por lo tanto, como un factor de incertidumbre sobre la sostenibilidad futura del euro.

La crisis de deuda soberana dejó al descubierto el pobre diseño del euro en sí mismo y la lógica de mercado común sobre la que se edificó. La fragilidad de la eurozona es debida, como ya hemos dicho anteriormente, a que su naturaleza es más la de una *currency board* reforzada que la de una moneda de una unidad política. Jean Pisani-Ferry –director del *think-thank* europeo Bruegel– señaló que la causa de esa fragilidad es la “imposible trinidad” que existe en la estructura institucional del euro: por un lado, la imposibilidad de mutualización de la deuda (emisión de eurobonos); por otro lado, la imposibilidad del BCE de prestar apoyo monetario a los Estados miembros, es decir, de actuar como prestamista de última instancia de los gobiernos, como hacen otras monedas como, por ejemplo, el dólar; y, por último, porque el hecho de que el BCE no pueda actuar como prestamista de última instancia de los bancos comerciales produce una mortal retroalimentación entre la deuda soberana de los países con problemas y los bancos que tienen en su balance esa deuda. Pisani-Ferry señala que hay que romper, al menos, una de esas restricciones –si no las tres– para salvar al euro.

Lo que es novedoso en esta crisis no es la constatación de que el euro no tiene mecanismos de defensa contra los procesos de especulación y contagio, sino las causas que han originado la crisis del euro. Los fundadores del euro creyeron que los problemas se podrían derivar de los desequilibrios fiscales del sector público, estableciendo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento como mecanismo para vigilar y castigar los fallos presupuestarios del sector público. Lo que no pensaron fue que los problemas más graves podrían venir de otro tipo de desequilibrios macroeconómicos no presupuestarios, pues de hecho la principal causa del sobreendeudamiento ha tenido su origen en los desequilibrios financieros que tuvieron lugar en el sector privado bancario de la UE.

Quizá, por inesperado, este fallo del sector privado aún no ha sido reconocido por los gobiernos de los países fuertes del euro. En particular, el Gobierno alemán y una buena parte de sus élites económicas y de la opinión pública siguen empeñadas en atribuir a la crisis de deuda soberana una prodigalidad fiscal de los gobiernos que, en realidad, no ha existido. Este error de diagnóstico es, como diré más adelante, uno de los factores que obstaculiza en mayor medida la solución a la crisis de gobernanza que vive la eurozona.

La evidencia de que el rey está desnudo ha hecho surgir diversas propuestas para dotar a la UEM de nuevos instrumentos de intervención capaces de configurar una nueva gobernanza económica y financiera de la eurozona. De cómo se resuelva esta crisis de gobernanza dependerá que la crisis de la deuda soberana acabe siendo una crisis integradora o desintegradora de la UE, pues que acabe siendo una u otra cosa depende fundamentalmente de cómo Alemania use el nuevo poder adquirido en esta crisis. Alemania manda, pero de que lo haga mediante un liderazgo responsable y cooperativo o mediante un ejercicio de hegemonía dependerá el curso que sigan los acontecimientos. En este sentido, el funcionamiento del eje germano-francés puede ser un factor atemperador de los instintos alemanes a actuar por su propia cuenta, en función únicamente del propio interés a corto plazo y debilitando las instituciones comunitarias. No es fácil, sin embargo, diagnosticar qué camino seguirá finalmente la UEM. En lo que sigue trataré de buscar respuestas a este dilema.

## 6. ¿UNA CRISIS INTEGRADORA O DESINTEGRADORA?

¿Qué efectos acabará teniendo la crisis de la deuda soberana sobre la dinámica de integración europea?, ¿será una crisis integradora, en el sentido de producir un avance hacia una arquitectura más acabada de la UEM y del euro como verdadera moneda común de una unión política o, por el contrario, acabará siendo una crisis desintegradora de la propia eurozona tal y como hoy la conocemos? El análisis económico no nos ofrece demasiados instrumentos analíticos útiles con los que buscar una respuesta a estas cuestiones. El proceso de integración voluntaria entre Estados soberanos es un hecho singular del que prácticamente no existe experiencia histórica. Esto hace imposible manejar el análisis comparado como terreno para sugerir, confirmar o refutar hipótesis del tipo de las que acabamos de plantear.

Pero existe una aproximación metodológica, que combina categorías de la economía y de la ciencia política, que puede ser de utilidad. Se trata del enfoque “salida, voz y lealtad” desarrollado por el economista y politólogo Albert O. Hirschman. En un artículo publicado en los años ochenta, titulado “Tres usos de la economía política en el análisis de la integración europea”, Hirschman (1984) aplicó su enfoque para tratar de discernir en qué circunstancias una crisis en el proceso de construcción europea podría derivar en un avance en la integración o en la desintegración, es decir, en una “crisis integradora”, que lleve a los Estados miembros a buscar alguna acción concertada para avanzar en el proceso de integración, o en una “crisis desintegradora”, que lleve a los Estados nacionales a marchar solos.

A partir de la experiencia que el proceso de integración europea ofrece en su reacción ante algunas de las crisis económicas anteriores, Hirschman formula, a modo de hipótesis, la siguiente pregunta: “¿Podremos concluir que las crisis repentinas, dotadas de una causa claramente identificable, serán desintegradoras, mientras que las dificultades de desarrollo más lento, mal entendidas, serán inte-

*gradoras?*”. Esta hipótesis me parece útil para el contexto de la repentina crisis de deuda soberana por dos motivos: en primer lugar, porque por inesperada e imprevisible esta crisis se puede calificar de “repentina”; y, en segundo lugar, porque desde Alemania y los Países Bajos, así como en otros países de influencia germánica, se ha creído saber que había una causa claramente identificable: la prodigalidad fiscal de los países sobreindeudados. Este es un error que muchos economistas han puesto de manifiesto (Wolf, 2010a, 2010b), pero el hecho importante es que ese error ha conformado la que podríamos llamar la visión alemana de la crisis.

### 6.1. LA VISIÓN ALEMANA DE LAS CAUSAS: EL “ERROR MERKEL”

La resistencia alemana a avanzar hacia un mayor gobierno económico de la UEM y a permitir al BCE ejercer funciones de prestamista de última instancia, propias de un banco central convencional, tiene mucho que ver con una visión equivocada de las causas que provocaron la crisis de la deuda soberana de algunos países de la eurozona. La canciller Angela Merkel, y parte de la opinión pública alemana, así como de otros países del norte de la eurozona, creen que la causa fue la prodigalidad fiscal de sus gobiernos.

Pero, con la excepción quizá del caso griego, en el que sí ha existido una conducta de exceso de gasto y de ocultación del déficit público –aunque hay que decir que con el conocimiento de las autoridades comunitarias y alemanas, y con la complicidad de la banca europea, y en particular de la alemana–, en los demás países los problemas de la deuda soberana no responden a la visión alemana. Como ha señalado Martín Wolf, el caso irlandés es la refutación más contundente del error de la visión alemana.

Es fundamental comprender bien lo qué ha funcionado mal en la eurozona. Reputados economistas, analistas e instituciones económicas internacionales como la OCDE han apuntado la influencia que han tenido otro tipo de desequilibrios macroeconómicos diferentes de los presupuestarios. El sobreendeudamiento de los países deficitarios tiene mucho que ver con un fallo en el funcionamiento del sistema financiero y con el diseño del euro. A grandes rasgos, el sistema funcionó de la siguiente forma. Países de la UEM con débil demanda interna, pero con sectores manufactureros de gran competitividad externa, generaron elevados excedentes de ahorro. En el caso de Alemania, esos excedentes de ahorro los produjeron principalmente los hogares. Ese ahorro fluyó hacia sus bancos. El sistema financiero de la eurozona canalizó ese exceso de ahorro sobre las inversiones que existían en los bancos de los países excedentarios hacia los países de la eurozona con déficit, en los que sus bancos estaban escasos de depósitos en relación con la demanda de crédito.

Estos países se encontraron, por un lado, con unos tipos nominales de interés muy bajos, derivados de la política monetaria expansiva que seguía el BCE para intentar sacar a Alemania de su anorexia post-integración y, por otro lado, con unas

economías boyantes que presionaban la inflación. El resultado fue que los tipos reales de interés fueron negativos en muchas ocasiones, es decir, que el coste del uso del capital fue negativo en muchos casos. En la medida en que la rentabilidad de las inversiones inmobiliarias no venía justificada por su productividad –que era baja–, sino por el aumento del valor de los activos inmobiliarios, esas circunstancias alimentaron una extraordinaria burbuja inmobiliaria. Dada la baja productividad de este tipo de inversiones, la burbuja inmobiliaria deterioró la competitividad de esos países.

Por lo tanto, es necesario tener en cuenta que la burbuja inmobiliaria de los países periféricos fue alimentada por el endeudamiento externo facilitado por las condiciones financieras y monetarias en que se movió la eurozona. Esto provocó, por ejemplo, que el endeudamiento neto externo privado de Irlanda con los bancos extranjeros, que en el año 2000 era equivalente a un 80% del PIB, alcanzase la extraordinaria cifra de un 204% del PIB en el año 2007.

Con la llegada de la crisis financiera y con la posterior crisis económica y de empleo, países como Irlanda, que habían mantenido superávit fiscales durante la fase expansiva, se vieron obligados a avalar y a garantizar el endeudamiento del sector privado, lo que disparó su déficit. La crisis de la deuda soberana de esos países no fue debida, por lo tanto, a un fallo del sector público, sino a un fallo del sector privado que tuvo su origen en el funcionamiento del sistema financiero de la eurozona. Los bancos que prestan en un solo país –especialmente cuando se trata de pequeños países como en el caso de Irlanda– sobre la base de ahorro captado en otros países son muy vulnerables a las situaciones de crisis, a lo que se puede añadir que, debido al riesgo moral implícito derivado de la cobertura pública, esas crisis bancarias llevan a crisis de deuda soberana.

El “error Merkel” (Costas, 2011a, 2011b) es creer que los problemas de países como Irlanda o España derivan de una prodigalidad fiscal del sector público que realmente no existió. La clave a la hora de acertar en la salida de la crisis de la deuda soberana y en la construcción de la nueva arquitectura de la UEM está, por lo tanto, en reconocer que ha sido el sector privado financiero –y no el público– el talón de Aquiles de la eurozona. Esto es, en cierto sentido, un hecho nuevo. Como ya he señalado con anterioridad, los fundadores del euro creyeron que los desequilibrios para la sostenibilidad del euro procedían básicamente del sector público, y no fueron conscientes de que podían venir del sector privado.

Si tenemos en cuenta esta enseñanza, surgen de inmediato dos conclusiones importantes: la primera apunta a que no es suficiente con el diseño de nuevos instrumentos de intervención para el caso de situaciones de emergencia soberana, sino que la reforma del sistema financiero europeo debe figurar también en un lugar destacado en la nueva arquitectura de gobierno de la UEM; y la segunda tiene que ver con las consecuencias potenciales de lo que podemos llamar el “error Merkel”, ya que no tener en cuenta este error de comprensión de los hechos puede tener consecuencias importantes sobre la dinámica de integración europea.

Si el Gobierno alemán y una parte influyente de su opinión pública –junto con la de otros países, como parece ocurrir ahora en Finlandia– persisten en la visión de que la crisis de deuda soberana tiene una explicación claramente identificable en la prodigalidad fiscal de los gobiernos, entonces esta crisis puede acabar siendo desintegradora. Como ha señalado De Grauwe (2011), la obstinación alemana en imponer un mecanismo de resolución de la crisis en la que la carga recaerá exclusivamente sobre los deudores es pura y simplemente la negación de la existencia de la eurozona. Si, por el contrario, las causas de la crisis de la deuda se ven en toda su complejidad, no como un problema causado por el fallo del sector público de los países sobreendeudados, sino como un fallo del sector privado financiero del conjunto de la UEM y de otros desequilibrios macroeconómicos distintos a los presupuestarios, entonces la crisis puede acabar siendo integradora.

A favor de una salida integradora intervienen, además, otros factores. En este sentido, Albert Hirschman advierte que las cosas son, en realidad, más complejas, y que no está justificado un examen de cada crisis en sí misma sin tener en cuenta lo que ha ocurrido antes, o el hecho de que la unión puede no sobrevivir a una crisis desintegradora si no existe un liderazgo responsable por parte de los socios más fuertes. Esto me lleva a tomar en consideración el papel que puede desempeñar el eje germano-francés en la evolución futura de la UEM.

## **6.2. ALEMANIA: ¿LIDERAZGO O HEGEMONÍA?**

Alemania ha emergido en medio de esta crisis como la potencia central de la eurozona, tanto en el sentido geográfico como en el económico y en el político. Se puede decir que Alemania manda. Este nuevo poder de Alemania no viene únicamente de su fortaleza económica, y especialmente de su fortaleza exportadora facilitada por la estabilidad cambiaria de la eurozona, sino de que es el socio más fuerte y el que tiene la mejor calidad crediticia. Además, es el que está en mejores condiciones para utilizar su demanda interna para servir de locomotora para el crecimiento de la eurozona, con el consiguiente beneficio para los países endeudados.

Hasta ahora Alemania ha sido remisa a desarrollar ese papel de locomotora; por el contrario, su visión de las causas del actual desastre, como acabo de señalar, lleva a responsabilizar a los países endeudados de sus propias desdichas y les impone drásticos e intempestivos programas de austeridad que, al no poder utilizar la devaluación nominal del tipo de cambio, no harán más que empeorar su situación, obstaculizando el crecimiento y dificultando la posibilidad de hacer frente a los compromisos de la deuda. Además, Alemania ha actuado hasta ahora con deslealtad, propagando comentarios inoportunos o ambiguos, que hacen aún más incómoda la situación de los países en dificultades, manteniendo sobre ellos la espada de Damocles de la quiebra y haciéndolos rehenes de un juego que parece ir dirigido a mantener la cotización del euro en unos umbrales favorables a la exportaciones alemanas.

Todo esto está generando preocupación y un cierto resentimiento entre otros miembros de la UE, que se preguntan cuál es la visión de Alemania sobre el futuro de la UE, y de qué forma va ejercer su nuevo poder. De cómo lo utilice dependerá la prosperidad de la eurozona y también la propia existencia futura del euro. Hasta ahora su conducta parece orientarse a hacer lo necesario para mantener el euro a flote, pero minimizando la exposición de los contribuyentes alemanes a las políticas de apoyo a la eurozona, aunque permanece la duda sobre cómo se comportará a medio y a largo plazo.

¿Cómo usará Alemania ese nuevo poder?, ¿lo hará mediante un liderazgo conciliador y responsable, ejercido sin retorcer el brazo o zarandear a los otros países, o lo hará como ejercicio de hegemonía, es decir, usando la ley del más fuerte? En todo caso, si falla en elegir el rol adecuado para gobernar los actuales desequilibrios financieros y económicos de la eurozona, puede encontrarse que cuando despierte de su error haya perdido la eurozona.

El análisis económico no nos ofrece categorías y enfoques analíticos que nos permitan hacer un pronóstico razonable acerca de los factores que pueden llevar a un miembro preeminente de una unión a ejercer un liderazgo hegemónico o una cooperativa. Podemos recurrir, no obstante, a los estudios de algunos reputados economistas e historiadores financieros para ver de obtener alguna luz sobre esta cuestión. En esta labor, nos pueden ayudar los trabajos de Charles P. Kindleberger, reconocido investigador financiero. Así, en dos artículos titulados “Jerarquía frente a cooperación” y “La comunidad europea: ¿jerarquía o federación?”, incluidos en su libro *El orden económico internacional*, Kindleberger se pregunta si la hegemonía es necesaria para la estabilidad de una unión o si esta puede ser proporcionada por un liderazgo responsable y cooperativo entre los Estados-nación que forman parte del sistema. Ofrece dos salidas (Kindleberger, 1992):

- La primera es una respuesta realista, que defiende que lo que determina la actuación de los Estados es la búsqueda del propio interés, y que es improbable que ningún país, al menos a corto plazo, tenga interés en actuar como líder solidario, asumiendo el esfuerzo de estabilizar la economía de la unión con los costes que eso comporta. De ahí que su comportamiento tienda a ser hegemónico.
- La segunda es una respuesta más optimista, y tal vez romántica, pero en cualquier caso es una posible salida institucional que defiende que los regímenes internacionales y las uniones económicas que surgieron en la posguerra pueden producir suficiente inercia para generar un liderazgo cooperativo que persiga el interés general del grupo.

Depende, por lo tanto, de cómo Alemania entienda cuál es su propio interés a corto y a largo plazo. En un primer momento, apoyándose en ese nuevo orden que al menos temporalmente ha creado la crisis, orden basado en la ley del más sano crediticiamente, Alemania parece haber optado por un liderazgo entendido como

hegemonía. Un ejercicio de hegemonía en el que domina la búsqueda de sus propios intereses a corto plazo, y que deja poco espacio para el liderazgo colectivo y para las convicciones morales, para la responsabilidad histórica o para conceptos como el deber y la obligación del líder. Una de las consecuencias más visibles de esta forma hegemónica de ejercer su nuevo poder ha sido debilitar las instituciones comunitarias, retirar el apoyo a avances supranacionales y fortalecer su papel como principal actor de las relaciones con Rusia, Asia, Latinoamérica o Estados Unidos, en perjuicio de la voz y de la acción de las instituciones colectivas comunitarias.

Sin embargo, no hay que descartar que poco a poco Alemania oriente el uso de su poder a través de un ejercicio de liderazgo responsable y cooperativo a medida que haga una mejor consideración de sus propios intereses a largo plazo en relación con la eurozona, de las consecuencias que se derivarían para ella de su aislamiento y también de la propia inercia a la cooperación que introduzcan las instituciones comunitarias.

En este sentido, el liderazgo compartido con Francia puede ser un factor de moderación del ejercicio de la actual hegemonía alemana. Francia –el otro motor histórico de la integración europea– es consciente de que la crisis, por un lado, ha debilitado su influencia y que, por otro lado, ha incrementado el poder de Alemania. Alemania necesita a Francia para dar, al menos, una apariencia de consenso a su liderazgo, y no aparecer imponiendo la ley del más fuerte. Y Francia, por su parte, puede ocultar su debilidad detrás de la fortaleza alemana, desempeñar una influencia que no tendría por sí sola y, a la vez, puede atemperar la conducta instintiva de Alemania a perseguir su propio interés a corto plazo. El resultado puede ser beneficioso para construir la arquitectura de la nueva gobernanza europea, siempre y cuando el directorio germano-francés no actúe, como muchas veces lo hizo en el pasado, fustigando al resto de los países.

Pero la evolución de la crisis de deuda no favorece ese liderazgo compartido sino que, por el contrario, está favoreciendo que Alemania actúe *de facto* como presidente permanente de la UE. La degradación del *rating* a Francia por parte de S&P ha cambiado el balance de poder en Europa. Francia ha perdido el estatus, al menos moralmente, de *primun inter pares* que tenía con Alemania desde la constitución de la CEE en los años cincuenta. Este cambio de poder ha fortalecido la hegemonía alemana. Y esto no puede dejar de tener consecuencias.

En todo caso, y sin infravalorar en absoluto la importancia que para el futuro del gobierno económico de la eurozona tenga el hecho de cómo el eje germano-alemán ejerza finalmente su hegemonía y liderazgo, mi opinión es que el factor determinante para la configuración de la futura arquitectura económica de la UEM y del euro es fundamentalmente cómo Alemania entienda qué es lo que ha ido mal en el funcionamiento de la eurozona. Mientras persista la actual visión de creer que la causa de los males ha sido un fallo del sector público de los países sobreendeudados, veremos muchas resistencias al avance hacia un gobierno económico del euro.



## 7. **EPPUR SI MUOVE: MEDIDAS ORIENTADAS A CREAR UN GOBIERNO ECONÓMICO DE LA UEM**

En todo caso, y al margen de las prevenciones que acabo de señalar, hay que reconocer que se van dando pasos incrementales que pueden, finalmente, llevar hacia un diseño del euro como moneda de una unión política.

Sin embargo, en el enfoque de la salida al problema de la deuda persiste la tensión de fondo, que venimos plasmando en este trabajo, entre una lógica de mercado común y una lógica de moneda de una unión política. Por un lado, el enfoque más próximo a la visión del euro como una *currency board* ha propuesto articular un mecanismo temporal de ayuda para inyectar liquidez a los países que tenían cerrado o muy caro el acceso a los mercados privados de crédito, evitando así la declaración de quiebra o una reestructuración desordenada de la deuda, con los efectos de contagio que eso significaría para el euro. Por otro lado, el enfoque más próximo a la visión del euro como moneda común intenta aprovechar la crisis para poner en marcha una arquitectura de intervención permanente, capaz a la vez de hacer frente tanto a los problemas actuales como a situaciones futuras, tanto para países en situaciones de emergencia por problemas de liquidez, pero solventes, como para las situaciones de insolvencia que exijan actuaciones más profundas.

Una corriente de opinión en el interior de Alemania impulsada, entre otros, por un numeroso grupo de economistas académicos agrupados en *Vox*, defiende la conveniencia de que la intervención europea sea temporal, que se instrumente a través de préstamos y que vaya orientada a facilitar únicamente la reestructuración ordenada de la deuda de los países insolventes. Su línea argumental es que los problemas de la deuda soberana se deben exclusivamente a la prodigalidad fiscal de los gobiernos, y que un mecanismo permanente de intervención basado en recursos del conjunto de la eurozona lo único que haría es dar malos incentivos a los países al “comunitarizar” la deuda soberana de los países indisciplinados.

La propia canciller alemana Angela Merkel pareció apoyar en principio este enfoque. De hecho, la primera respuesta a la situación griega dada en la cumbre de la UE que tuvo lugar en mayo de 2010 respondió a esta solución temporal. Se creó un fondo de rescate: el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), con vigencia hasta junio de 2013, y dotado con 750.000 millones de euros para conceder préstamos condicionados a los países que pidiesen el rescate. El hecho de que la ayuda fuese en préstamos, a tipos de interés más elevados que los del mercado, y que no se pudiese utilizar de forma más flexible para comprar nueva deuda soberana o hacerlo en los mercados secundarios demostró de inmediato que la medicina era peor que la enfermedad. No es extraño que Irlanda y Portugal se hayan resistido a pedir el rescate.

Pero a medida que la crisis avanzaba, se ha visto con claridad que la eurozona necesita algo más que disciplina procedente de Alemania. De ahí que el sentido común y la lógica económica hayan impuesto la necesidad de diseñar una arquitec-

tura más permanente para hacer frente tanto a la situación actual como a situaciones futuras.

Los más fervientes partidarios de la unidad política de Europa han aprovechado para señalar que la supervivencia del euro como moneda única europea necesitaba ser contrabalanceada por la existencia de una gobernanza que contara con el soporte de un gran presupuesto federal y con un Tesoro capaz de emitir deuda propia (eurobonos). Esa gobernanza económica, al estilo de la del Gobierno Federal de Estados Unidos, permitiría desarrollar dos tipos de funciones: en primer lugar, formular políticas contracíclicas que ayudaran a la economía europea a salir de la recesión, actuando como consumidor de última instancia; y, en segundo lugar, actuar como prestamista de última instancia de los gobiernos solventes, pero con problemas de liquidez. Sin embargo, aunque tiene lógica, parece ilusorio pensar que a corto y a medio plazo esta propuesta de máximos sea una solución viable.

En cualquier caso, las propuestas operativas se han ido orientando en una dirección que encuentra un consenso creciente entre expertos tanto de fuera como de dentro de Alemania. Así, Frank-Walter Steinmeier y Peer Steinbrück –ministros de Asuntos Exteriores y de Finanzas de Alemania en el período 2005-2009– han señalado que un buen funcionamiento de la eurozona exige tres condiciones:

- La primera es un mecanismo de financiación de los ajustes fiscales y, en su caso, de la reestructuración de la deuda que puedan tener que llevar a cabo los países que se encuentren en situaciones de emergencia derivadas de situaciones de insolvencia.
- La segunda es un mecanismo para evitar innecesarios *default* de países solventes que presenten problemas ocasionales de liquidez en los mercados privados de crédito. Este mecanismo debería incluir la autorización para la emisión de una cierta porción de bonos comunitarios para utilizar como garantía de una parte de la deuda soberana.
- La tercera es la reforma del sistema financiero europeo que, de hecho, es uno de los causantes de todo este desastre (Steinmeier y Steinbrück, 2010).

Pero el Gobierno de Angela Merkel, y buena parte de su opinión pública, tiene claro lo que no quiere: por un lado, no quiere una “unión de transferencias”, es decir, los eurobonos, porque mutualizarían una parte de la deuda de la eurozona; y por otro lado, no quieren que el BCE se transforme en un prestamista de último recurso. Es probable que esta posición alemana se base en gran parte en una mala diagnosis de la crisis de deuda, pues la visión dominante en Alemania es que la causa del sobreendeudamiento fue el despilfarro fiscal de los gobiernos. De poco vale que países como Irlanda o España hayan sido los que mejor y más fielmente cumplieron las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, por el contrario, que Alemania esté entre los que más lo incumplieron, haciendo que su deuda pública aumentase hasta el año 2007. Aunque sea paradójico, fueron los países que

mejor aplicaron la normativa “sobre incendios” del Pacto de Estabilidad los que han sufrido en mayor medida el impacto del fuego, pues no fueron capaces de frenar el fuerte crecimiento de su deuda privada, algo en lo que tuvo mucha importancia el mal diseño del euro y el fallo del sistema financiero europeo.

Para ir más allá de la lógica de un mercado común que hasta ahora está detrás del euro, es necesario avanzar hacia la unión política. Ese tránsito no será fácil, dada la pérdida de impulso europeísta que ha dominado la acción política en las últimas décadas. Para marchar en esa dirección algunos expertos han sugerido una estrategia de “pequeños pasos” en distintas direcciones (De Grauwe, 2011).

El primer paso tiene que ser convertir el FEEF en un Fondo Monetario Europeo permanente. De hecho, ya se han dado pasos en esa dirección: la creación del MEEF, su conversión en un fondo permanente, o el hecho de adelantar su entrada en vigor al año 2012, antes de lo que inicialmente estaba previsto, que era junio de 2013. Este fondo obtendrá financiación de los países partícipes y de otros países externos, y prestará a los países que atraviesen dificultades. Es esencial que esta labor de prestamista sea desarrollada con más inteligencia de lo que hizo inicialmente el FEEF con Grecia, que vio como empeoraba su situación al recurrir al FEEF. Además, se debería autorizar al MEEF para que organizara la reestructuración de la deuda de aquellos países en los que no sea suficiente con la ayuda. Una propuesta de interés en este sentido es la de Gros y Mayer (2011), que sugieren una técnica similar a la utilizada por los bonos Brady en el caso de la crisis mexicana.

El segundo paso hacia la unión política y, por lo tanto, hacia la consolidación del euro como verdadera moneda común, sería la emisión conjunta de eurobonos. De Grauwe identifica dos tipos de argumentos a favor de los eurobonos: uno de naturaleza política y otro de naturaleza económica y financiera. El primero tiene que ver con el hecho de que la emisión de eurobonos remediaría la falta de confianza en el futuro de la eurozona, algo que es fuente de inestabilidad crónica. Esto, en su opinión “apaciguaría” a los mercados financieros al disipar los miedos existenciales que hoy existen sobre el futuro del euro. Las ventajas financieras están relacionadas con el hecho de que los eurobonos crearían un mercado más amplio y líquido que podría competir con el dólar, y que permitiría a los países europeos financiarse en mejores condiciones.

Sin embargo, estas ventajas de emitir eurobonos mancomunadamente –de “comunitarizar” una parte de la deuda soberana europea– tienen que vencer algunas resistencias comprensibles por parte de países como Alemania y Países Bajos: en primer lugar, el temor a que se produzcan conductas de riesgo moral, es decir, el temor a que algunos países se aprovechen de esa “comunitarización” para no practicar la virtud fiscal; y, en segundo lugar, el temor a que la emisión de eurobonos signifique un empeoramiento de las condiciones que hoy tienen algunos de esos países para financiar su deuda. Ambos problemas han de ser bien resueltos al diseñar el mecanismo de emisión de los eurobonos. No obstante, existen propuestas

como las de De Grauwe y Moesen (2009) y Delpla y Von Weizsacker (2010) que resuelven técnicamente esos problemas.

El tercer paso para avanzar hacia la unión política ha de ser la progresiva coordinación de las políticas económicas nacionales que, a diferencia de la política monetaria centralizada en el BCE, tiene una gran divergencia. Esa coordinación debería comenzar por la política fiscal, pero debería alcanzar otros aspectos relevantes que con frecuencia están, sin embargo, fuera del debate, como son los desequilibrios por cuenta corriente y otras políticas y reformas relevantes para reducir las diferencias de salarios, precios y competitividad que existen ahora. Esta coordinación o centralización debe ir unida, en algunos casos, a un aumento de la capacidad presupuestaria de la UE para desarrollar ciertas políticas capaces de crear sentimientos de solidaridad y de un futuro común, como veremos más adelante.

No obstante, la preeminencia de la visión alemana sigue alimentando respuestas contradictorias. Bajo las presiones alemanas, los líderes de la UE acordaron en la Conferencia de Jefes de Estado y Gobierno, que tuvo lugar en diciembre de 2011, un nuevo “pacto fiscal” para endurecer las normas de estabilidad presupuestaria. Se incorpora el objetivo de equilibrio presupuestario en las respectivas constituciones, dando poderes a la Corte Europea de Justicia para decidir si los países cumplen o no con las directrices europeas, e introduciendo, además, un nuevo régimen de sanciones por incumplimiento de esas normas. Desde la visión alemana, esas reglas son vistas como la condición que han de aceptar los países para ser ayudados con un posible rescate de su deuda. Otros, como es el caso de Francia, quieren ver el nuevo tratado como el inicio de un gobierno económico para la eurozona, que ahora ha de ir más allá de las medidas presupuestarias.

El nuevo pacto quizá pueda contribuir a prevenir o reducir la probabilidad de futuras crisis, pero no sirve de mucho para facilitar la salida a la actual crisis. Al poner el énfasis en las políticas de recorte del gasto público en un momento en que el gasto privado está hundido por la recesión y por la necesidad de desendeudamiento privado, el nuevo pacto fiscal corre el riesgo de empeorar de manera dramática la situación económica, social y también política de algunos países. De ahí que el Premio Nobel de Economía Josep Stiglitz le haya llamado “pacto para el suicidio”. Esa política de austeridad y de fuertes recortes tiene otro riesgo. En la medida en que los países del euro no pueden devaluar para ganar competitividad a corto plazo y fomentar así el crecimiento a través de la demanda externa, la tentación de los gobiernos y de las élites económicas y financieras de esos países será realizar devaluaciones internas a través de recortes intensos y masivos de los salarios. Pero esas políticas salariales pueden generar estrategias de devaluaciones salariales competitivas, como una especie de neomercantilismo.

Los mercados, por su parte, están más atentos a lo que haga el BCE que a la política presupuestaria. Su deseo sería que el BCE comprase directamente tanta deuda soberana como fuese necesaria para calmar los mercados. No obstante, es dudoso que eso pueda ocurrir, entre otras razones, por la oposición de Alemania a que el

BCE asuma esa función directa de prestamista de última instancia, aunque por caminos indirectos el BCE, bajo la nueva presidencia del italiano Mario Draghi, está proporcionando esa financiación. En los primeros meses del año 2012 el BCE ha realizado dos fuertes inyecciones de liquidez a tres años para los bancos, y estos están usando parte de esta liquidez para comprar bonos, con lo que alivian la presión de los mercados sobre la deuda soberana. Esta estrategia de dar dinero barato a los bancos en vez de a los gobiernos es una muestra más de la lógica de *currency board* que está detrás del diseño del euro, que impide al BCE ser prestamista de los gobiernos.

Todo esto sería más convincente si Alemania estuviese dispuesta a incorporar una pauta de mutualización de al menos una parte de la deuda de la eurozona, tal y como defienden los enfoques de De Grauwe que ya hemos comentado. Pero de momento los eurobonos son impensables en la lógica alemana de la canciller Angela Merkel, por lo menos hasta las elecciones generales del año 2013.

## **8. CONCLUSIÓN: UN PROCESO LARGO E INCIERTO HACIA EL GOBIERNO ECONÓMICO DEL EURO**

A la búsqueda de caminos de salida para la actual situación de endeudamiento soberano y de debilidad institucional que vive la eurozona muchos han encontrado inspiración en Estados Unidos para hacer propuestas, pues quizá es la más exitosa unión monetaria que ha existido en la historia. Para unos ese éxito demuestra que una unión monetaria no puede sobrevivir sin una unión fiscal; para otros es el hecho de que exista un prestamista de último recurso tanto para los Estados como para la banca comercial lo que ha permitido a los Estados y al Gobierno Federal afrontar mejor la crisis; y, por último, otros señalan que es la existencia de un profundo y líquido mercado de bonos públicos apoyado por la Reserva Federal lo que ha permitido a EE.UU. seguir endeudándose a tasas de interés nominal del 2%, lo que hace que pueda a la vez desendeudarse y crecer.

La experiencia norteamericana de unidad fiscal está siendo también una fuente de inspiración para el caso europeo. Así, se ha propuesto un “pacto de redención” de deuda soberana europea al estilo del modelo de asunción de deudas de guerra que llevó a cabo el Gobierno Federal de EE.UU. en el año 1790. Este plan, diseñado por Alexander Hamilton –el primer secretario del Tesoro–, provocó inicialmente una profunda división entre los Estados, al negarse el Estado de Virginia y otros Estados del sur, que habían redimido su deuda, a financiar el rescate de los Estados sobreendeudados, pero mediante concesiones de diverso tipo a los Estados opositores –entre ellas, la decisión de localizar la capital federal, Washington, en las fronteras del Estado de Virginia–, Hamilton consiguió que retiraran su oposición a la “comunitarización” de la deuda, logrando así la unión fiscal.

Sin embargo, la existencia de una verdadera política fiscal y monetaria común aún tardaría más de un siglo. Hasta la Gran Depresión de los años treinta la presen-

cia del Gobierno Federal en la economía norteamericana fue minúscula. Su presupuesto representaba, por lo general, menos de un 2% del PIB, frente a un 25% actual, una situación bastante parecida al presupuesto actual de la UE. Por otro lado, a lo largo de este período fue frecuente la adopción de leyes para limitar el crecimiento del déficit y de la deuda pública, tal y como hoy estamos viendo en la UE. A la vez, la política monetaria y financiera de EE.UU. sufrió frecuentes altibajos, y prácticamente no hubo un banco central digno de tal nombre hasta la segunda década del siglo XX.

Esta historia hacia la unidad fiscal y monetaria ha llevado a *The Economist* a recordar que lo que hoy vemos como una historia de éxito fue de hecho un proceso largo, doloroso y complicado. Aunque es indudable que la unión monetaria y fiscal contribuyó al crecimiento económico de EE.UU., apoyándose en investigaciones recientes sobre el caso norteamericano *The Economist* recuerda que las instituciones fiscales y monetarias fueron tan rudimentarias durante tanto tiempo que necesariamente contribuyeron poco a la construcción de la nación americana. En este sentido, fue más importante la movilidad interna del trabajo y del capital, pues permitía que cuando en un Estado había un elevado desempleo la gente pudiese moverse libremente buscando mejores oportunidades en otros Estados. De ahí que la lección fundamental que se extrae de la experiencia de EE.UU. es que lo que mantuvo la construcción de la nación y la unidad económica tuvo menos que ver con las instituciones fiscales y monetarias que con el deseo de la gente por lograr una cohesión política más intensa.

El corolario para la UE es que, si se quiere hacer una verdadera moneda común, es necesario fortalecer el deseo de la gente de construir una verdadera unidad política europea. Como hemos visto a lo largo de este artículo, no ha sido esta la lógica que ha orientado hasta ahora la construcción de la UEM. Como ya hemos señalado, la lógica que subyace al diseño del euro –y a sus antecedentes: la Serpiente Monetaria en los años setenta, y el SME en los años ochenta– es la de una *currency board* reforzada, cuyo objetivo fundamental fue asegurar la estabilidad cambiaria necesaria para el funcionamiento de un mercado interior único. De ahí que el euro no haya contemplado la existencia de mecanismos propios de una moneda de una unión política, como la unión fiscal que permita mecanismos de “comunitarización” de la deuda, o un banco central con capacidad para actuar de prestamista de última instancia para proporcionar liquidez en situaciones como las que estamos viviendo.

Coherente con esa lógica de mercado común, el euro se ha basado más en mecanismos de coordinación que operan a través de los mercados que de mecanismos de solidaridad propios de una unión política. La crisis del año 2008 parece, sin embargo, haber abierto un nuevo espacio para las políticas, frente a la anterior hegemonía del mercado (Arias y Costas, 2011). Se ha abierto una ventana de oportunidad para cambiar la lógica de la *currency board* por una lógica de moneda de una unión política. Las espadas aún están en alto y es difícil discernir si la crisis llevará

a una dinámica europea integradora o desintegradora. El miedo a las consecuencias económicas, sociales y políticas de una ruptura del euro es hasta ahora la única fuerza que parece sostener la moneda única, pero el miedo no puede ser el único pegamento del euro, pues se necesita algún otro objetivo común que dé nuevo impulso al proyecto de unión política.

En un reciente artículo, Pascal Petit (2012) ha sugerido que ese nuevo impulso puede surgir de la necesidad de responder al malestar de los jóvenes europeos (*malaise of the youth*) y de las clases medias y trabajadoras que han estado experimentando caídas de salarios y disminución de la Seguridad Social a lo largo de las últimas décadas, caídas exacerbadas por las políticas de austeridad. Eso permite pensar en la posibilidad de un *New Deal* europeo, gestionado por una autoridad central responsable de políticas activas para los jóvenes, al estilo de como ha hecho la UE hasta ahora con los fondos estructurales para desarrollar infraestructuras. Esta política, unida a otros programas orientados a grupos sociales en situaciones de riesgo de exclusión en todos los países miembros, ayudarían a reducir la creciente oposición de movimientos populistas y a aliviar las presiones anti-Europa que proyectan sobre los gobiernos. Probablemente, esta es una buena fórmula para llevar a cabo aquellas “realizaciones concretas” capaces de crear “solidaridades de hecho” entre los ciudadanos de los países miembros de la UE que recomendaba la Declaración Schuman del año 1950 para construir la unión política europea.

El miedo a las consecuencias de la ruptura del euro y la necesidad de un *New Deal* europeo pueden mover al euro hacia una lógica de moneda de una unión política europea, mas allá de la lógica de una *currency board* de un mercado único como ha sido hasta ahora; pero, en todo caso, el camino será largo y de final incierto.

## 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.
- KINDLEBEGER, 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.