

## QUE FUTURO PARA O EURO?

MANUEL SANCHIS I MARCO<sup>1</sup>  
Universidade de Valencia

Recibido: 5 de xaneiro de 2012

Aceptado: 7 de maio de 2012

**Resumo:** A crise do euro fíxose visible tras o estoupido das turbulencias nos mercados financeiros durante o verán de 2007. A crise global deixou en interdito algúns dos dogmas mantidos polos defensores do capitalismo libertario, como a eficiencia dos mercados financeiros. A diferenza do que ocorreu en EE.UU., onde houbo diversas quebras bancarias, a Unión Europea tomou medidas de recapitalización do sector bancario, estimulou a economía con medidas fiscais e con axudas a empresas e familias, e construíu un armazón institucional para mellorar o marco regulador e de supervisión financeira. A crise bancaria e financeira foi seguida, como de costume, dunha crise de débeda. Nos sucesivos cumios europeos dos anos 2010 e 2011 acelerouse a constitución de fondos e de mecanismos de rescate para financiar os países en dificultades, e evitar así o efecto contaxio. A atención política focalizouse neses fondos, encubriu a natureza política da crise e ocultou os desequilibrios dos tipos de cambio e da balanza de pagamentos na eurozona. A súa corrección require transferencias de capital a través do orzamento europeo cara aos países periféricos, desvalorizacións internas nos países periféricos e revalorizacións internas nos países centrais, e sobre todo en Alemaña.

**Palabras clave:** Eurozona / Fondo Europeo de Estabilidade Financeira (FEEF) / Mecanismo Europeo de Estabilidade Financeira (MEEF) / Mecanismo Europeo de Estabilidade (MEDE) / Crises de débeda / Desvalorización interna / Revalorización interna.

### WHICH FUTURE FOR THE EURO?

**Abstract:** The crisis of the euro became self-evident after the financial markets turmoil which took place during the summer 2007. The global financial crisis cast serious doubts about some dogmas put forward by the defenders of the libertarian capitalism, as the one on the efficiency of financial markets. Whereas in the US several episodes of bankruptcy took place within banks, in the EU the banking sector was recapitalised, fiscal measures were taken to support companies and families, and to stimulate the economy; moreover, an institutional framework was set up to improve the financial regulation and supervision. The banking and financial crisis was followed, as usual, by a debt crisis. In 2010-2011, successive European Summits accelerated the building up of financial facilities and rescue mechanisms to finance countries facing difficulties and to avoid the contagion effect. Political attention focussed on those funds, hiding the political nature of the euro crisis, and masking the exchange rate and balance of payments disequilibria in the eurozone. To correct them would require now enhanced capital transfers from the EU budget to the peripheral countries, continue internal devaluations of the peripheral countries, and start the internal revaluations in the core countries, namely in Germany.

**Keywords:** Eurozone / European Financial Stability Facility (EFSF) / European Financial Stability Mechanism (EFSM) / European Stability Mechanism (ESM) / Debt crisis / Internal devaluation / Internal revaluation.

## 1. O CONTEXTO INTERNACIONAL

Aínda que a crise que vivimos hoxe na Unión Europea non teña unha natureza económica, senón política, o seu punto de ignición si que cómpre situalo na crise dos mercados financeiros do ano 2007, resultado da formación dunha burbulla no mercado inmobiliario estadounidense. Os créditos hipotecarios estadounidenses de baixa calidade (*subprime*) desenvolvéronse con extraordinaria rapidez debido prin-

<sup>1</sup> Investigador do Institut de Recerca en Econòmia Aplicada (IREA) de la Universitat de Barcelona.

principalmente á abundancia de crédito derivada do exceso de liquidez mundial e ás laxas condicións coas que as institucións financeiras os concederon.

En efecto, os países produtores de petróleo e os emerxentes acumularon durante o período 1996-2004 enormes superávits por conta corrente, dando lugar ao que Bernanke (2005) denominou a *hipótese do exceso global de aforro*. Segundo unha reformulación posterior do propio Bernanke (2007), o problema non consistiu no elevado déficit por conta corrente norteamericano, senón na alta propensión a aforrar por parte da economía chinesa. Por outro lado, os bancos compraron activos financeiros “empaquetados”, que eran complexos, opacos e que estaban sobrevalorados. Dentro deles atopábanse as hipotecas *subprime*. O derrubamento do mercado inmobiliario deu lugar a unha espiral de falta de pagamentos das hipotecas *subprime*, converteu os “empaquetados” en *activos tóxicos* para os seus posuidores e, xunto co aumento dos riscos no sector financeiro e coa aparición de riscos dos produtos *titulizados*, xerou unha crise global de confianza. As empresas, e tamén algúns bancos, sufriron un forte apancamento financeiro que contribuíu á formación de burbullas especulativas nos mercados inmobiliarios e ao posterior derrubamento dos prezos dos activos reais (vivendas) e financeiros (accións).

Con todo, a crise financeira global non consistiu nun problema exclusivo dos mercados financeiros, senón que foi máis ben un asunto máis xeral relacionado coa maior inestabilidade dos mercados de activos comparada coa dos mercados de bens, pois esa inestabilidade xerou expectativas que non se cumpriron (Comisión Europea, 2009a, 2009b). No caso estadounidense, a crecente escaseza de solo e a maior demanda por parte da poboación e da inmigración creou a falsa ilusión de subas ininterrompidas dos prezos do mercado inmobiliario. No caso europeo, as sólidas posicións financeiras das empresas e das familias non fixeron temer unha grave crise de solvencia.

No verán de 2007, porén, a falta de información que tiñan entre si os bancos sobre a calidade dos seus activos (créditos) varreu por completo a súa reputación en materia de solvencia e, debido a esta desconfianza mutua, o mercado interbancario secouse e disparáronse as primas de risco. O 7 setembro de 2007, e asociado ao rescate de *Fannie Mae* e *Freddy Mac*, a enfermidade que afectaba a Europa cambiou dramaticamente de natureza, e a crise, que nun principio se percibía como un problema de liquidez, transformouse pouco e pouco nunha crise de confianza. Con todo, daquela o colapso sistémico aínda se consideraba moi improbable. Un ano despois –o 15 de setembro de 2008– o mundo asomouse ao abismo cando o secretario do Tesouro estadounidense, Henry Paulson, e a Reserva Federal (FED) deixaron quebrar o banco de investimento *Lehman Brothers*. Con iso perseguían, entre outros obxectivos, demostrar o equivocados que estaban aqueles que pensaban que o argumento do *too big to fail*, que ata ese momento se aplicara ás institucións financeiras, seguía funcionando. Ao deixar caer a *Lehman*, a FED aplicou o principio de que cadaquén que atenda o seu, e sacrificou o risco sistémico a cambio de salvar o principio de non permitir que funcionara o *azar moral*.

Ata a quebra de *Lehman*, a recesión económica seguiu as pautas tradicionais das desaceleracións do período de posguerra en Estados Unidos. Como en períodos recentes (1986-1992) –e non só en Estados Unidos, senón tamén en Reino Unido, España e Irlanda–, estívérase incubando unha recesión alimentada pola caída da actividade na construción. O declive do mercado inmobiliario non foi, porén, o único factor que estimulou a desaceleración. A quebra de *Lehman*, e os temores de que o xigante asegurador *AIG* –que ao final foi rescatado– puidese arrastrar na súa caída as principais institucións financeiras de Estados Unidos e da Unión Europea, converteu en realidade a probabilidade dunha crise financeira sistémica. O pánico irrompeu nas bolsas, o valor bolsista dos bancos e das caixas derubouse, aumentou a aversión ao risco, paralizouse o fluxo de capitais, e os investidores buscaron valores refuxio coma o ouro (*safe havens*) onde protexerse.

O que empezara como unha crise de liquidez e de confianza estíbese perfilando perigosamente como unha crise sistémica. O sistema financeiro mundial perdera a súa pregnancia, e o seu posible colapso presentábase como unha ameaza certa e real. A crise comezou a retroalimentarse. Os bancos víronse forzados a restrinxir o crédito, as expectativas das empresas e dos consumidores deterioráronse, e a actividade económica entrou en caída libre. En consecuencia, os bancos viron aumentar os seus créditos falidos e recortaron aínda máis o crédito.

O feito de que os bancos deixaran de subministrarse liquidez entre eles e ás empresas puxo de manifesto os fallos do mercado en materia de regulación e de supervisión financeira. Os gobernos e os bancos centrais supliron ese baleiro, e tomaron decisións arriscadas e heterodoxas baixo a forma de nacionalizacións, transferencia de fondos dos contribuíntes, etc. Logo, a globalización estendeu o virus dos activos tóxicos con rapidez –sobre todo en Europa–, pero preservou a algúns países emerxentes e a Latinoamérica.

Ademais do *exceso global de aforro* (1996-2004) antes sinalado, as razóns máis mediatas da orixe da *crise global* primeiro e da *crise hodierna do euro* despois hai que buscalas, ao meu xuízo, no desmantelamento dos controis á libre circulación de capitais e na innovación e desregulación financeira internacional que tivo lugar durante os últimos trinta anos. Isto último é particularmente certo para Estados Unidos e, en menor medida, para os países da UE. Elimináronse mecanismos de control e suavizáronse as condicións de supervisión financeira e bancaria, o que deu lugar a incentivos perversos que os directivos dalgúns bancos aproveitaron para facer negocios sucios. Os mercados financeiros, en lugar de xestionar o risco financeiro –pois niso consiste a súa función principal–, dedicáronse a crealo para seguir facendo negocio autoinducido, de modo que algunhas do que os expertos chamaran *innovacións financeiras* pasaron a ser simples barbaridades, puro *bandoleirismo financeiro*.

A partir de setembro de 2008 comezou a maior recesión da posguerra. Miles de investidores viron esfumar os seus aforros porque algúns dos economistas e exper-

tos financeiros –que tiñan, e seguen tendo, unha fe cega na autorregulación dos mercados financeiros– defenderon durante decenios que toda innovación financeira sempre é beneficiosa, aínda que non estea regrada. O Banco Central Europeo (BCE), pola súa parte, desde finais do ano 2008 comezou a refinar con créditos aos bancos de forma crecente. Isto permitiu que o eurosistema xerara unha transferencia real de recursos –baixo a forma de créditos subsidiados– desde os países acredores aos países debedores. A estabilidade destas transferencias nin estaba nin está garantida en absoluto, debido a que poderían comprometer o eurosistema e desembocar en episodios inflacionistas.

## 2. LECCIÓN QUE EXTRAER

Non hai unanimidade entre os economistas á hora de extraer as conclusións que se derivan da crise financeira global e da súa transmisión á zona euro. Porén, si que existen, na miña opinión, cando menos tres posicións distintas sobre o que puido fallar. Por un lado, atópanse os ultraliberais, como Alan Greenspan, para quen as crises financeiras están na natureza humana. Debido a isto, e a que a memoria dos mercados financeiros dura dez anos, opinan que será inevitable que unha nova crise financeira acuda á súa cita con puntualidade dentro de dez anos. Por outro lado, temos os neoclásicos, para os que non é o mercado quen fallou, senón os encargados de regulalo e de controlalo. Noutras palabras, a cobiza das institucións financeiras foi posible porque os políticos permitiron unha total falta de regulación dos mercados e das institucións financeiras. E por último, están os neokeynesianos, algúns dos cales seguen confiando na racionalidade dos investidores e dos mercados, e en que estes últimos funcionan polo xeral correctamente. Dentro deste grupo só uns poucos rexeitaron o comportamento racional como paradigma do comportamento económico, e situaron a orixe da crise nos fallos do mercado. Por este motivo, para estes últimos fortalecer o goberno e o Estado foi a mellor garantía para conseguir un funcionamento correcto dos mercados e conxurar as catástrofes económicas que se derivan duns mercados financeiros instalados na práctica do anarquismo económico.

As responsabilidades do desaguisado financeiro global están moi compartidas: os bancos centrais e as institucións internacionais porque non previron a crise ou porque a facilitaron coas súas políticas de exceso de liquidez; as axencias de cualificación do risco (*rating agencies*) porque, en conivencia coas institucións financeiras cualificadas, enganaron aos compradores dos activos financeiros sobre o verdadeiro valor destes<sup>2</sup>; os fondos de alto risco (*hedge funds*) porque funcionaron desregulados e con total liberdade; e os banqueiros porque sacaron do balance (*off balance*) moitos pasivos con riscos dubidosos.

---

<sup>2</sup> Abonda con lembrar que *Standard & Poor's* lle asignara a *Lehman Brothers* a máxima cualificación crediticia (AAA) o día anterior á súa quebra.

Na transición desde o capitalismo xerencial corporativo ao capitalismo financeiro global todos os seus actores mantiveron unha fe cega na capacidade de autorregulación dos mercados. Malia o anterior, e aínda que sexa a título provisional, arriscareime a extraer unha serie de leccións sobre a crise financeira global (Sanchis, 2011) que se poderían agrupar en torno a tres eixes: por unha parte, os asuntos asociados co *azar moral*; por outra, os fallos do mercado; e por último, o fracaso da ideoloxía da *man invisible* e do *laissez-faire*.

- 1) *O argumento do tipo «too big to fail» é indefendible cando a cambio non hai unha política férrea de regulación.* Sen esa política estamos permitindo que se instale no sistema financeiro mundial o *azar moral*, é dicir, alentamos que as institucións financeiras tomen decisións arriscadas que nunca tomarían se non tivesen a seguridade de que, en último termo, as consecuencias destas sempre serán asumidas polas autoridades económicas. Algúns economistas pensan que agora hai que vivir cun sistema financeiro no que reina o *azar moral*, mentres que outros, pola contra, opinamos que para rescatar un banco e asegurarse de que esa actuación non xera *azar moral*, abonda con enviar aos xulgados os seus xestores, introducir sancións e penalizar os accionistas.
- 2) *A crise tamén puxo de manifesto os límites do “enfoque da supervisión delegada”.* Non é certo que só unha parte reducida do sistema financeiro, como é o caso dos bancos comerciais, necesite regulación, control e supervisión. Aínda que nalgúns casos non sexa necesaria *máis* regulación, convén establecer unha *me-llor* regulación financeira que, por un lado, permita unha *máis* clara e rápida asunción das responsabilidades e, por outro, contribúa a acabar coa *regulación suave* das finanzas internacionais.
- 3) *A crise demostrou que é falsa a afirmación segundo a cal hai que deixar tranquilas ás institucións financeiras porque saben o que fan.* Isto suscita agora a necesidade de limitar o poder dos bancos. Estamos ante unha crise de falta de prudencia e de responsabilidade moral que permitiu crear as condicións que alimentaron a burbulla inmobiliaria estadounidense e, con ela, unha maior inestabilidade nos mercados de activos. Na crise financeira global, bancos e caixas foron incapaces de saber ata onde chegara a contaminación nos seus balances. Por outro lado, as axencias de cualificación do risco (*rating agencies*) tampouco fixeron ben o seu traballo e, ademais, seguiron sendo un oligopolio estadounidense.
- 4) *Crer que as finanzas se moven por principios e leis exactas como a física conduce a excesos custosos que pagan quen non teñen nada que ver con ela.* Os sistemas baseados nos mercados financeiros, como o estadounidense, teñen unha capacidade desestabilizadora sobre as finanzas globais moi superior aos sistemas bancarizados como o europeo ou o xaponés. Porén, estes últimos están *máis* expostos que os primeiros a sufrir as repercusións negativas da crise debido ás súas estreitas conexións económicas e financeiras coas empresas.

- 5) *A fe cega de moitos economistas na eficiencia dos mercados financeiros desempeñou un papel determinante na aparición da burbulla.* Demostrouse falsa a crenza na *hipótese do mercado eficiente* promulgada por Eugène Fama (University of Chicago) e por Michael C. Jensen (Harvard Business School), segundo a cal os mercados financeiros sempre valoran os activos no seu preciso valor intrínseco coa condición de que toda a información estea publicamente dispoñible. Esa ideoloxía impediulles percibir que os prezos dos activos pouco tiñan que ver coa situación fundamental do mundo real, senón máis ben co prezo doutros activos.
- 6) *A crise supón o derrubamento ideolóxico da escola de Chicago.* Esta escola defende, na miña opinión, unha visión ilustrada e ideoloxizada da macroeconomía, aquela da *nova economía* que nos prometía o fin dos ciclos económicos. Mesmo moitos economistas nekeynesianos seguiron pensando que os investidores e os mercados son racionais, e que polo xeral funcionan correctamente. Só uns poucos rexeitaron o comportamento racional como paradigma do comportamento económico (Schneider, 2010). Porén, a chamada *racionalidade económica* pode abordarse desde cando menos dúas perspectivas (Sen, 2008, pp. 30-39): a primeira identifícase coa consistencia *interna* na elección (Gellner, 2005, pp. 185-192); e a segunda faise equivaler coa maximización do interese propio, o que rexeita de maneira frontal a ética, pois calquera comportamento que se ocupe de intereses distintos dos propios é etiquetado como *irracional*. Á fin e ao cabo, o pensamento económico non é outra cosa que unha prolongación da lóxica formal.
- 7) *A crise supón o fracaso da ideoloxía da man invisible e do «laissez-faire» ultraliberal.* A caída de Lehman e o subseguinte colapso do sistema financeiro mundial é equivalente á caída do muro de Berlín para o comunismo soviético. Se o colapso da ideoloxía comunista fortalecera o fundamentalismo de mercado e o *laissez-faire* ultraliberal, agora, *sensu contrario*, o colapso da “gran recesión”, aínda que non constitúe a fin do capitalismo, si que certifica o fracaso da ideoloxía do *laissez-faire* ultraliberal que alimentou o pensamento dos *gurús* financeiros.

### 3. A REACCIÓN EUROPEA

Ante o aumento da aversión ao risco e o perigo de colapso dos fluxos de capitais, os bancos centrais reaccionaron adoptando medidas non convencionais. A mediados de marzo de 2009, a FED cambiou de estratexia e comezou a comprar activos hipotecarios, papel comercial e débeda pública co propósito de inxectar diñeiro novo ao sistema e de incentivar o investimento en bolsa en renda variable. Tamén en marzo de 2009, o Banco de Inglaterra aplicou medidas monetarias non convencionais: imprimiu diñeiro para comprar *gilts*, é dicir, bonos do Goberno, algo ao que o BCE se mostrou en principio remiso.

Polo que respecta ao Banco Central Europeo –que xa antes manifestara a súa disposición a facer *quantitative easing* se o consideraba necesario–, anunciou a principios de maio de 2009 a adopción de *medidas non convencionais*. É dicir, que se mostrou disposto a imprimir diñeiro e a aplicar outras medidas: i) rebaixou o tipo de intervención ao 1%; ii) ampliou a doce meses o prazo dos créditos á banca europea a tipo fixo –que no Cumio de 9 de decembro de 2011 volveu ampliar ata os tres anos para proporcionarlles liquidez aos bancos europeos co fin de desbloquear o mercado interbancario para que os bancos europeos se volvesen prestar diñeiro entre eles–; e iii) comprou cédulas hipotecarias (activos), isto é, títulos apoiados por hipotecas, por valor de 60.000 millóns de euros no mercado secundario, o que supuxo unha ampliación do pasivo monetario ou base monetaria do BCE. No entanto, non especificou como se ía instrumentar esta operación nin concretou a que entidades e países as ía comprar –Alemaña, Francia e España representan preto do 20% da eurozona– nin que tipo de papel ía aceptar. Durante a crise financeira, o eurosistema tomou medidas de política monetaria non convencionais e a grande escala que foron efectivas e que axudaron a previr unha recesión prolongada, pero que non poden constituír unha solución no longo prazo nin substituír a tarefa que teñen os bancos europeos de sanear os seus pasivos danados (Weber, 2011, p. 239).

Os gobernos europeos, pola súa parte, tamén estiveron moi activos, e responderon á crise financeira en tres frentes: en primeiro lugar, recapitalizando as institucións financeiras; en segundo lugar, aplicando programas de estímulo fiscal; e por último, concedéndolles axudas a algúns sectores da economía real. No *sector financeiro* déronlles garantías públicas aos bancos, nalgúns casos recapitalizáronos e noutros nacionalizáronos. No *sector das familias e das empresas* aplicaron medidas de estímulo fiscal, de carácter discrecional, e dirixidas a apoiar as familias; tamén lles deron axudas aos parados mediante medidas de maior gasto, e ás empresas a través dun maior gasto de investimento. Por último, na *economía real* despregáronse medidas dirixidas ao mercado de traballo en favor dun maior investimento en eficiencia enerxética, I+D+i, infraestruturas e apoio ás empresas de sectores claves como o automóbil, o turismo e a construción.

A Comisión Europea, pola súa parte, estableceu unha estratexia europea para salvagardar a estabilidade financeira. Así, o 29 de outubro de 2008 o presidente Barroso pronunciou o discurso *Da crise financeira á recuperación: un marco europeo para a acción*; inmediateamente despois, o 26 de novembro de 2008 a Comisión lanzou o *Plan Europeo de Recuperación Económica*; máis tarde, o 25 de febreiro de 2009 publicouse o informe final do Grupo de Alto Nivel sobre Supervisión Financeira na UE, dirixido por Jacques de Larosière (De Larosière, 2009), que sentou as bases para consolidar a coordinación e a cooperación dos distintos supervisores nacionais mediante a creación de novas axencias europeas con autoridades capacitadas para supervisar o risco do sistema financeiro europeo no seu conxunto.

O 27 de maio de 2009 a Comisión publicou a Comunicación *Supervisión financeira europea*, dirixida a salvagardar a estabilidade financeira europea. Esa Comu-

nicación constitúe a pedra angular sobre a que se sentaron as bases para a construción dun plan de acción que persegue reformar o método de regulación e de supervisión dos mercados financeiros na Unión Europea. Entre as medidas incluíronse iniciativas sobre os fondos de investimento alternativos –incluídos os *hedge funds*– e sobre as remuneracións dos executivos. Na actualidade, o novo marco regulador para salvagardar a estabilidade financeira europea está asentado en dous piares:

- 1) O Consello Europeo de Risco Sistémico (CERS), que se ocupa da supervisión prudencial macro, é dicir, de vixiar e valorar as ameazas de risco sistémico que poidan xurdir da evolución macroeconómica, así como do propio sistema financeiro no seu conxunto. Para estes efectos, consta dun sistema de alerta temperá e, se é necesario, formula sinais de alerta e recomendacións ao Consello ECOFIN e ás autoridades financeiras supervisoras europeas para que actúen. O seu obxectivo é corrixir a vulnerabilidade do sistema financeiro ante os riscos sistémicos interconectados, complexos, sectoriais e intersectoriais.
- 2) O Sistema Europeo de Supervisores Financeiros (CESF), que se encarga da harmonización prudencial micro, é dicir, de establecer unha rede de supervisores financeiros nacionais que traballan estreitamente coas novas autoridades financeiras supervisoras europeas co obxectivo de salvagardar a solidez financeira das entidades financeiras individuais e de protexer os consumidores de servizos financeiros. Esta rede combina a supervisión de entidades no ámbito nacional coa centralización de tarefas específicas no ámbito europeo co fin de reforzar as regras harmonizadas, así como unha supervisión e posta en práctica coherente. Con iso perséguese reforzar a confianza entre os supervisores nacionais e asegurarse de que a voz dos supervisores invitados se exprese de forma apropiada na formulación das políticas de supervisión que teñan que ver coa estabilidade financeira e coa protección do consumidor de cara a que os riscos entre países se afronten do modo máis eficaz.

#### **4. O TRÁNSITO Á CRISE DO EURO**

As medidas dos gobernos europeos e da mesma Unión Europea fronte á “gran recesión” dispararon as cifras de déficits públicos que, nun contexto económico recesivo, xeraron unha dinámica perigosa da ratio débeda/PIB. Este feito non pasou desapercibido para os investidores internacionais, conscientes de que de modo case invariable as crises bancarias e financeiras sempre son seguidas de crises de débeda soberana. Ademais, no caso da Unión Europea, as crises de déficit e débeda –necesarias, por outra parte, se se quería evitar o colapso do sistema económico e financeiro global– puxeron de manifesto a natureza xenuinamente política da crise do euro e deixaron en interdito a racionalidade económica das súas regras de disciplina fiscal.

O lanzamento do euro no ano 2002 supuxo para os países que o adoptaron a renuncia explícita a utilizar a política monetaria e de cambio con fins estabilizadores. Deixábaselle á política fiscal a tarefa de estabilización macroeconómica fronte a perturbacións asimétricas, unha función para a que está moi mal equipada. Antes de que se aprobaran as regras fiscais na eurozona, calquera país da zona euro que se vise afectado por unha perturbación negativa podía, en boa lóxica, utilizar a política fiscal de maneira flexible, deixando que o déficit público aumentase e permitindo así o libre xogo dos estabilizadores automáticos. Sempre que os mercados de capitais fosen eficientes, sen friccións, e que os gobernos puidesen incorrer reiteradamente en déficits públicos sen ter que facer fronte a problemas de solvencia ou de sostibilidade da política fiscal, esa maior necesidade de endebedamento podía ser acomodada sen dificultades polo resto dos países da zona con exceso de aforro.

Con todo, o pagamento do servizo da débeda reducía a marxe de manobra futura do país afectado negativamente por unha perturbación, e era precisamente naqueles momentos cando a política fiscal necesitaba dispor dunha maior marxe de manobra para facerlle fronte a esa perturbación cunha maior flexibilidade. Porén, a rápida acumulación de déficits públicos e de débeda contribuía ao aumento dos tipos de xuro reais no longo prazo, supoñía unha rémora para o crecemento e situaba a relación débeda/PIB nunha senda de crecemento explosiva, formulando en toda a súa crueza o problema da sostibilidade financeira para os países en dificultades.

Unha das principais razóns esgrimidas pola literatura para xustificar a introdución de regras fiscais nunha unión monetaria era precisamente esa: que a súa inexistencia podía dar lugar a externalidades negativas duns países da zona monetaria sobre outros ao exercer unha presión á alza sobre os tipos de xuro, aumentando por este motivo a carga por xuros dos demais países membros e obrigándoos a adoptar políticas fiscais máis restritivas do necesario co fin de poder facerlle fronte ao pagamento de tipos de xuros máis elevados. Ademais, as políticas fiscais expansivas interferirían coa política monetaria, xa que o BCE estaría máis inclinado a non endurecer –subindo os tipos de intervención– a súa política monetaria.

Estes argumentos, porén, foron criticados porque latexaba neles a idea de que os mercados de capitais non eran eficientes, é dicir, que eran incapaces de asignarlle unha prima de risco diferente á débeda pública de cada país membro en función da situación particular das súas finanzas públicas. As externalidades negativas non terían lugar con mercados de capitais que funcionasen sen friccións, é dicir, que fosen eficientes. Con todo, e malia o anterior, seguía sendo posible que os mercados, á hora de asignarlles unha prima de risco a aqueles países con finanzas públicas menos saneadas, tivesen en conta as repercusións que podía ter unha declaración de insolvencia dun destes países sobre os demais.

Para evitar esta distorsión o Tratado introduciu o artigo 104B, que lle prohibía á Comunidade ou aos Estados membros asumir ou responder dos compromisos doutro Estado membro. Para salvar o problema de credibilidade na aplicación desta

cláusula de non rescate, era necesario establecer regras rigorosas sobre o tamaño do déficit permitido dentro da Unión. Por iso, e ante as dificultades á hora de aplicar esas regras, o artigo 104C do Tratado substituíu esta idea polo chamado *Procedemento de déficits excesivos* (PDE), segundo o cal se lles formulaban recomendacións aos Estados membros para que reconducisen as súas finanzas públicas conforme aos criterios de Maastricht.

## 5. A CRISE POLÍTICA DO EURO

Ata o inicio da crise do euro no ano 2009 os economistas decidiron ignorar os desequilibrios da balanza de pagamentos entre países da eurozona. Algúns, mesmo, foron incapaces de comprender as implicacións que acabamos de debullar na sección anterior, e que varían radicalmente segundo esteamos ante unha unión monetaria composta por países soberanos que comparten unha moeda común ou ante unha unión política de países que comparten soberanía cunha mesma moeda.

No caso de España, desde que no ano 1996 os mercados se convenceron de que entraríamos na zona euro, a prima de risco estreitouse drasticamente. Isto permitiu-nos crecer con tipos de xuros reais alemáns, e ás veces negativos, estimulou a expansión da demanda interna sen o correspondente incremento da produción nacional, ampliou o déficit exterior e acelerou a inflación deteriorando a nosa competitividade-prezo exterior. Ademais, no ano 2002 a entrada da economía española e doutros países periféricos no euro produciuse no contexto dunha política monetaria moi laxista por parte do BCE, idónea para estimular o crecemento da estancada economía alemá, pero letal para a española e en xeral para as periféricas. Todo isto nos permitiu experimentar taxas de inflación superiores aos países centrais da eurozona, sen que unha política fiscal contracíclica e un maior esforzo fiscal contivesen o gasto, ou perseguise superávits públicos cunha maior ambición. Estas laxas políticas macroeconómicas xeraron exceso de liquidez, alimentaron a burbulla inmobiliaria e permitiron o requentamento da nosa economía.

O mesmo que xa ocorrera durante a crise do Sistema Monetario Europeo nos anos 1992 e 1993, tamén agora os mercados financeiros continuaban financiando confiadamente os países periféricos da zona euro á vez que os seus diferenciais de prezos e custos relativos con respecto aos países do centro se ían ensanchando, mentres que os seus déficits por conta corrente se ían agrandando. No caso de España, o diferencial de prezos acumulado no período 1999-2008 coa zona euro foi do 17,2% –medido polo deflactor do PIB–, e o de custos laborais unitarios do 14,8% –medido para o total da economía–. Estes desaxustes nos tipos de cambio reais deron lugar a desequilibrios exteriores moi substanciais –en España do 10,5% do PIB no ano 2007–. Os mercados financeiros negábanse a considerar as consecuencias económicas destes desequilibrios: a capacidade de aforro dos países da periferia era moi inferior á súa capacidade de investimento. Os países periféricos consumían e investían o aforro estranxeiro –na súa maior parte dos países centrais

da eurozona–, pero este préstamo non era gratuíto e deberían devolvelo nalgún momento. En España, por exemplo, as transferencias ao exterior polo pagamento de xuros creceron ata un -2,4% do PIB no ano 2007.

A raíz da crise financeira global, os mercados crediticios tornáronse inapetentes ao risco, e os países periféricos da eurozona –con voluminosos déficits públicos e elevadas débedas públicas, ou en fase de explosión– experimentaron un freado en seco no seu financiamento exterior, á vez que eran incapaces de manter –e moito menos de reducir– o diferencial de competitividade con economías que, como a alemá, xa se axustaran á crise, aínda que en exceso, e introduciran anos antes reformas estruturais que a situaban nunha posición saneada para seguir sendo competitiva.

Esta parada repentina do financiamento exterior fixo emerxer voluminosos déficits públicos e desencadeou crises bancarias nos países periféricos. Malia as precaucións e as regras fiscais contidas tanto no *Procedemento de déficits excesivos* como no *Pacto de Estabilidade e Crecemento*, en abril de 2010 o ministro grego de Economía, George Papaconstantinou, solicitou a activación do mecanismo de axuda, de acordo coa Declaración dos Xefes de Estado e de Goberno de 25 de marzo, que lle permitía proporcionar axuda financeira a Grecia cando fose necesario. Algunhas semanas despois a crise grega contaminaba moi negativamente economías como a española e empuxaba a zona euro cara ao precipicio.

O 3 de maio de 2010 concedéuselle a Grecia un crédito por valor de 30.000 millóns de euros, pero a un xuro punitivo do 5%, o que obrigou aos poucos días a aplicar un paquete de rescate no Consello ECOFIN extraordinario, que tivo lugar os días 9 e 10 de maio de 2010<sup>3</sup>, e a crear dous novos mecanismos temporais de financiamento: o *Fondo Europeo de Estabilización Financeira* (FEEF) e o *Mecanismo Europeo de Estabilidade Financeira* (MEEF). As autoridades europeas víronse enfrontadas ante o seguinte dilema: ou ben interviñan cun rescate, o que equivalía a deixar xogar o *azar moral*, alimentando así un mal comportamento dos países membros que, sabedores de que habería rescate, non aplicarían no futuro a disciplina que esixe o *Pacto de Estabilidade e Crecemento* e deixarían en interdito a súa racionalidade económica; ou ben non rescataban, e permitían a falta de pagamento de Grecia, deixando estenderse o efecto contaxio sobre outros países periféricos da zona euro e sementando serias dúbidas sobre a viabilidade do euro. A este dilema había que engadir o problema da fiabilidade das cifras de déficit e débeda que lle foron notificadas á Comisión Europea polo Estado grego, e que serviran para alimentar o *Procedemento de déficits excesivos* (Gordo Mora *et al.*, 2007).

Sexa como for, e malia certa parsimonia inicial, a presión dos mercados financeiros precipitou que na reunión do Consello ECOFIN dos días 9 e 10 de maio se crease, como xa sinalamos, o *Fondo Europeo de Estabilización Financeira* (FEEF), e unha capacidade financeira de ata 750.000 millóns de euros descomposta

<sup>3</sup> Regulamento (UE) n° 407/2010 do Consello, de 11/05/10.

en dúas partes. Por un lado, 500.000 millóns, dos cales 60.000 serían achegados pola Comisión e os 440.000 restantes polos Estados membros mediante a constitución dun instrumento financeiro –o *Special Vehicle Purpose* (SPV)–, garantida a pro rata polos Estados membros cun vencemento a tres anos. E, por outro lado, unha achega do Fondo Monetario Internacional (FMI) de 250.000 millóns adicionais cunha forte condicionalidade, ao estilo dos programas de axuda deste organismo.

Desta maneira, en apenas tres meses, as autoridades económicas da eurozona pasaron de falar dunha axuda de 30.000 millóns de euros a un programa de axuda para Grecia de 110.000, e de aí á constitución do FEEF por unha contía de 750.000 millóns de euros, e do MEEF, aínda que a súa capacidade financeira quedou restrinxida ao no estar autorizados a comprar débeda no mercado secundario e ter que dar créditos a cinco anos a tipos do 5,8% cando se obtiña financiamento ao 1,9%. Por último, o Banco Central Europeo anunciou medidas que só facía uns días que se negara a tomar, e acordou un novo *Programa do Mercado de Activos* (*Securities Market Programme*) para comprar débeda soberana e privada na zona euro no mercado secundario, ampliou os programas de liquidez e renovou ata xaneiro de 2011 os acordos temporais de *swaps* en dólares con outros bancos centrais.

A constitución do FEEF para facilitar financiamento para os países en dificultades causadas por condicións externas fóra do control deses países foi, probablemente, unha das decisións políticas máis arriscadas que tomou a Unión Europea en moitos anos. Así e todo, a perspectiva dun derrubamento próximo do proxecto de moeda única primou sobre vetos políticos e axudou a sortear obstáculos xurídicos na interpretación do Tratado. Así, o Cumio Europeo extraordinario acolleuse ao artigo 122.2 do Tratado de Lisboa, que lle permite ao Consello, a proposta da Comisión, acordar en determinadas condicións unha axuda financeira da Unión a un Estado membro que estea en dificultades ou en risco de dificultades graves ocasionadas por catástrofes naturais ou por acontecementos excepcionais que ese Estado non puidera controlar. En calquera caso, aínda que a contía de 750.000 millóns de euros fose adecuada para Grecia ou para Portugal, resultaba insuficiente para outros países intermedios como Italia ou España. Polo que respecta ao instrumento utilizado –o *Special Vehicle Purpose*–, resultaba de dubidosa moralidade utilizalo agora cando pouco antes a propia Unión Europea anunciara a súa intención de prohibir o seu uso futuro. Por outro lado, os mercados financeiros seguían exercendo presión sobre as autoridades económicas europeas co fin de comprobar a determinación destas para seguir avanzando no proxecto de integración europea. Durante os últimos anos, os mercados financeiros mostráronse como os actores máis determinantes para conseguir uns avances na construción europea que os propios políticos foron incapaces de propor e impulsar. Deberemos seguir deixando a federación de Europa en mans dos mercados financeiros, ou máis ben recuperala para o ámbito da política?

Tamén se realizaron declaracións de boas intencións noutros ámbitos institucionais como, por exemplo, coa proposta de creación dunha axencia de *rating* que fose xenuinamente europea, aínda que logo quedou en suspenso. Malia as constantes recomendacións que realizaron durante anos algúns funcionarios da Comisión Europea –sempre desoídas por parte da xerarquía–, dificilmente podía comprenderse que Europa –o maior bloque aforrador mundial– tivese que pasar polas forcas caudinas da cualificación de axencias americanas para poder lanzar emisións nos mercados internacionais de capital; e que algúns países da UE estivesen en mans das axencias americanas de *rating*, posto que lles podían impedir a obtención de financiamento internacional no caso de que reducisen a cualificación por baixo do nivel AAA, dado que os grandes fondos de investimento americanos teñen prohibido nos seus estatutos subscribir emisións de papel por baixo dese nivel de cualificación.

A Unión Europea estableceu a nova *Axenda 2020* e iniciou a reforma do *Pacto de Estabilidade e Crecemento*. Anunciou a posibilidade de que no novo Pacto se considerase non só a débeda pública, senón tamén a do sector privado, así como a necesidade de vixiar, entre outros, a evolución dos custos laborais unitarios. Tamén se propuxeron novas normas de regulación financeira e, entre elas, novos supervisores financeiros. O 7 de setembro de 2010, os ministros de Economía dos vinte e sete ratificaron un acordo, apoiado a finais dese mes polo Parlamento Europeo, para que o paquete de reformas de regulación financeira entrase en vigor o 1 de xaneiro de 2011. Ese acordo implicaba a creación de tres autoridades europeas para supervisar actividades de banca, seguros e bolsas, respectivamente; e unha cuarta autoridade –o Consello Europeo de Riscos Sistémicos (CERS)– para prever situacións de perigo financeiro como, por exemplo, a formación de burbullas inmobiliarias. Aínda que a supervisión ordinaria se deixaba en mans das autoridades nacionais, as autoridades europeas poderían intervir directamente en bancos, seguros e bolsas en situacións de emerxencia. As principais liñas da reforma foron na dirección de establecer normas comúns e autoridades fortes, prohibir produtos financeiros de alto risco e perigosos, protexer ao consumidor e reforzar os fondos de garantía.

Será vital que os novos mecanismos de supervisión estean exentos de posibles fallos, e tamén que se introduzan límites aos *bonus* dos directivos financeiros cando non estean xustificadas polos resultados obtidos pola institución financeira ou pola empresa. A Unión Europea tamén presentou propostas para introducir un imposto á banca, que se traducirá nunha contribución aos *Fondos de Garantía de Depósitos* de cada Estado membro. Ademais, realizáronse probas de resistencia da banca, o que constitúe un bo exercicio de transparencia para recuperar a confianza, que deberían repetirse cunha certa regularidade. Tamén se estableceu a Directiva sobre os fondos de alto risco (*hedge funds*) e se aprobou unha proposta para limitar as operacións bolsistas á baixa.

A todo o anterior cómpre engadir, desde unha perspectiva macroeconómica, que o Cumio Europeo de Deauville de 18 de outubro de 2010 sementou unha gran con-

fusión entre os investidores co anuncio da futura creación do chamado *Mecanismo Europeo de Estabilidade* (MEDE), que substituiría de forma permanente ao FEEF e ao MEEF no ano 2013. A cambio, a débeda que emitise o FEEF debía de ter cláusulas de acción colectiva (CAC), o que obrigaba aos seus posuidores a aceptar a súa reestruturación ou falta de pagamento, o que provocou o conseqüente derrubamento dos prezos da débeda e o rescate de Irlanda o 7 de decembro de 2010.

O 12 de marzo de 2011 o Consello Europeo aprobou o *Pacto do Euro* (*Euro Plus Pact*), que esixía a cada país membro axustar os seus custos laborais á evolución da produtividade e aumentar a flexibilidade laboral, e que contiña un novo compromiso orzamentario: unha especie de *pacto de estabilidade e crecemento* reforzado con regras máis restritivas de vixilancia, corrección automática e sanción de excesos orzamentarios. Ademais, os días 24 e 25 de marzo de 2011 o Consello Europeo aprobou a creación do *Mecanismo Europeo de Estabilidade* (MEDE) que, como acabamos de sinalar, substituiría de forma permanente ao FEEF e ao MEEF inicialmente no ano 2013, pero que despois se fixou para o 1 de xullo de 2012. O MEDE funcionará como unha especie de seguro contra catástrofes financeiras e ten prohibido comprar débeda no mercado secundario, debe conceder préstamos só en situacións excepcionais, e prestar só se os investidores privados tamén o fan. A decisión de que estes serán os últimos en cobrar, detrás do FMI e do propio MEDE, no caso de que un país accedese ao MEDE, provocou a caída do mercado de débeda e o rescate de Portugal o 4 de maio de 2011.

O 11 de xullo o Eurogrupo aprazou *sine die* o segundo tramo de rescate a Grecia, e empezou o contaxio a Italia e a España, que durou ata finais de agosto de 2011. O 23 de outubro de 2011 o Consello Europeo decidiu autorizar ao FEEF a compra de débeda no mercado secundario, posibilitando a utilización dos seus recursos –440.000 millóns de euros–, e dándolle así un respiro ao Banco Central Europeo, cuxas compras no mercado secundario de débeda ascenderan ata os 156.500 millóns de euros desde maio de 2010, elevándose a finais do ano 2011 ata os 211.000 millóns. Ademais, o dito Consello decidiu, así mesmo, reforzar a súa capacidade efectiva ao apancalo ata un billón de euros a través do instrumento financeiro *Vehículo Especial* (*Special Vehicle Purpose*), que lle garantía ao FEEF a súa primeira perda ata un 20%.

A ratificación do FEEF por parte do Parlamento de Eslovaquia daralle un respiro ao BCE, que ata agora adquirira débeda pública de Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia. O Cumio Europeo de 9 de decembro de 2011, por último, acelerou a entrada en vigor do tratado constitutivo do MEDE, fixando como obxectivo a súa entrada en vigor o 1 de xullo de 2012, como xa se sinalou. O MEDE ten unha maior flexibilidade que o FEEF, pero pode que a súa capacidade de financiamento sexa insuficiente para atender o traspé dun país importante. Ademais, é posible que ata que substitúa ao FEEF ambas as dúas facilidades crediticias funcionen en paralelo, o que ampliaría o financiamento para a eurozona, pero formularía serios problemas sobre as fontes dese financiamento.

## 6. QUE FUTURO PARA O EURO?

Antes do Cumio Europeo de 9 de decembro de 2011 a chanceler Angela Merkel vinculou un posible fracaso do euro co final do proxecto de construción europea, e tiña razón. Debemos darlle a benvida á súa inquietude, pero sería moito máis reconfortante poder constatar a vontade política de Alemaña para ofrecer solucións á crise do euro en cuxo desenvolvemento o seu Goberno ten moita responsabilidade. Ata agora, o punto focal do debate centrouse nos eurobonos e na ampliación do fondo de rescate (FEEF). Estas solucións proporcionan a liquidez necesaria no curto prazo, pero esixen cambios nos Tratados. Na miña opinión, *desenfocan, ademais, o que constitúe o nó gordiano da crise*: Alemaña ten que facer os seus deberes seguindo as regras vixentes da unión monetaria. Existe unha alternativa que, curiosamente, ninguén menciona, que non esixiría cambios nos Tratados e que garantiría un reequilibrio entre os países do euro que necesitan reaxustarse: é a que pon de relevo a responsabilidade alemá en vez de descargala sobre os sufridos e deostados gregos e os demais PIGS.

O euro é un proxecto de natureza estritamente política, mentres que a súa racionalidade económica está moi limitada. Ambas as dúas racionalidades entraron hoxe en conflito directo. A crise actual demostra que os membros dunha unión monetaria non poden axustarse fronte a perturbacións debido ás diverxencias en materia de custos laborais unitarios (CLU) e de produtividade, e aos desequilibrios entre aforro e investimento. Esta afirmación é de manual, pero poucos son os que a utilizan. A absorción de calquera perturbación require un funcionamento adecuado dos mercados, a libre circulación de factores produtivos e un proceso flexible de formación de salarios dentro da unión monetaria. O axuste requiriría un orzamento común mínimo que incluíse unha transferencia interrexional de fondos, non para subsidiar rendas senón para igualar as condicións de produción mediante programas de investimentos públicos.

Que temos hoxe? Nin máis nin menos que unha política monetaria *talla única* para todos os países da eurozona. Isto obriga ao BCE a prestarlles máis atención ás necesidades macroeconómicas dos países centrais –Alemaña e Francia en primeiro lugar– que ás dos periféricos. A principios dos anos 2000, cando ambas as dúas nacións necesitaban desesperadamente un revulsivo para as súas estancadas economías, exerceron unha perniciosa presión sobre o BCE para que se dobregase ás súas necesidades. Algúns, como a señora Merkel, parecen telo esquecido, pero aquela política monetaria tan interesada en axudar a alemáns e a franceses a saír do estancamento foi, porén, moi prexudicial para os periféricos. Os países centrais (agora virtuosos?) saíron do estancamento, pero a forza de inundar de liquidez aos demais e de alimentar tanto as burbullas inmobiliarias en España e de Irlanda coma o gasto sen restricións en Grecia e en Portugal. O que máis trastornou foi, así e todo, o empacho de liquidez que creou incentivos perversos: os custos laborais crece-ron máis rapidamente que a produtividade, mentres que as autoridades gastaron de forma ilimitada, e tanto as familias como as empresas se sobreendebedaron. A su-

perabundancia de liquidez fixo crecer o gasto doméstico por riba da capacidade de produción nacional, traducíndose en desequilibrios por conta corrente e en aceleracións dos CLU.

A desmesurada presión dos países centrais sobre as institucións da UE –hoxe esquecida polos Gobernos alemán e francés– e sobre os restantes países membros menoscabou os inquebrantables compromisos fiscais. A aplicación do *Pacto de Estabilidade e Crecemento* xestionouse con flexibilidade. O criterio do déficit violárono sistematicamente os hoxe virtuosos Alemaña, Francia, Países Baixos e Austria; desde o ano 2003 o criterio de débeda nunca se respectou. Todo isto tivo lugar coa benévola compracencia dos demais países nas sacrosantas reunións do ECOFIN, que hoxe ninguén lembra.

Os desequilibrios aforro/investimento entre os distintos países constitúen un reflexo da deterioración do déficit corrente e da competitividade exterior nos países periféricos, e tamén da mellora nos centrais. Os primeiros xa empezaron a aplicar axustes que inclúen severos recortes salariais, conxelación de pensións e algúns aumentos de impostos. O fracaso das negociacións para axustar os salarios produciu un incremento espectacular do desemprego. Por contraste, Alemaña e algúns poucos países centrais axustaron comodamente as súas economías, ampliaron os seus superávits exteriores e mantiveron os seus custos laborais aliñados ou por baixo do crecemento da produtividade, e contiveron os seus déficits fiscais. Estas diverxencias, entre outras, induciron unha presión á alza na prima de risco de Grecia, Irlanda e Portugal, que se espallou sobre Italia e España. Isto último interfere na política do BCE, e pon en interdito a afirmación de Trichet: “*a unión monetaria permitirá a eliminación das primas de risco*”. Non foi así.

A pesar do anterior, os CLU empezan a seguir unha senda natural de axuste na maioría dos periféricos. En España, por exemplo, o diferencial coa eurozona estreitouse durante os últimos once trimestres, pero a situación aínda reclama un reequilibrio na posición relativa cíclica da eurozona. Aqueles países onde os CLU creceron de forma desmedida deberían instrumentar desvalorizacións internas de entre un 8% e un 10% ao longo de varios trimestres, mentres que Alemaña –que desenvolve o papel de pedra angular– debería reducir o seu superávit corrente. O primeiro demostrou ser politicamente custoso para os afectados e, polo que respecta ao segundo, os países centrais xogan coma o gato co rato e fanse os tolos. A súa contribución ao axuste está por ver. As “solucións” propostas por algúns líderes europeos, tales como a emisión de eurobonos ou a ampliación do fondo de rescate, dan a impresión de que os actores clave da UE non queren comprender o que está en xogo, e contribúen a alimentar un debate macroeconómico desenfocado que só calmará aos mercados financeiros de forma temporal. Restaurar a confianza dos mercados financeiros require que os principais actores políticos europeos, liderados por Alemaña, asuman as súas responsabilidades históricas e reconcilien as dúas racionalidades: económica e política.

Unha política fiscal expansiva hoxe en Alemaña, de maior gasto público, ou recortes de impostos, por exemplo, faría recaer o peso do axuste sobre o contribuínte alemán no futuro, algo inaceptable para a señora Merkel. Porén, unha revalorización interna dun, digamos, 15% –mediante un aumento dos custos laborais– sería menos gravosa para o contribuínte alemán. Erosionaría, iso si, os beneficios das empresas orientadas ao mercado exterior limitando as súas exportacións, pero estimularía a demanda exterior nos países periféricos. O resultado final sería similar ao chamado *reaxuste de paridades* baixo o vello *Sistema Monetario Europeo*, aínda que agora o reaxuste se exerce non a través dos tipos de cambio, senón das variables domésticas, unha especie de *reaxuste de custos laborais unitarios*. Ese aumento de custos laborais produciría un incremento temporal da inflación en Alemaña, que o BCE debería acomodar. Con iso reverteríanse as diverxencias en prezos e en CLU, e contribuiríase a calmar definitivamente os mercados financeiros. En termos de reputación, acomodar esa inflación sería menos custoso para o BCE que a súa actual política de compras de débeda pública dos países periféricos.

A alternativa consistiría na voadura do euro, controis de capital máis onerosos entre os distintos países da eurozona, e unha dramática e duradeira recesión e perda de empregos. Pola contra, unha revalorización interna de Alemaña deixaría mellor enfocada a dicotomía económico-política do euro. Cal é o problema? Simplemente que Alemaña e outros países centrais, que non fixeron os deberes que reclama a unión monetaria e que hoxe seguen sen cumprir, prefiren que os axustes se fagan nos países periféricos. Ao final, todos somos escravos da vontade de manter a todo trazo as marxes de beneficios dos exportadores alemáns.

Polo que respecta ao futuro máis próximo, o Cumio Europeo de 30 xaneiro de 2012 debería determinar que países poden ou queren reactivar a súa economía. O Consello Europeo de 9 de decembro de 2011 non se detivo en detalles sobre a *unión fiscal* propugnada pola chanceler Merkel, simplemente legounos a noción dun *novo pacto orzamentario* (outro máis?) e medidas no curto prazo que proporcionan maiores recursos financeiros contra a crise. Os Estados comprométese a equilibrar os seus orzamentos ou a alcanzar superávit, respectar o principio de déficit estrutural non superior ao 0,5% do PIB nominal, introducir esta regra na súa Constitución, establecer mecanismos de corrección automáticos e aceptar a verificación do seu cumprimento polo Tribunal de Xustiza.

Ademais, como xa vimos anteriormente, acordouse adiantar a creación –mediante un tratado internacional– do fondo de rescate permanente denominado *Mecanismo Europeo de Estabilidade* (MEDE) para que xa sexa operativo o 1 de xullo de 2012. O fondo, que entrará en vigor cando sexa ratificado polos Estados que representen o 90% do capital, poderá tomar algunhas decisións por maioría cualificada, abolir a imposición de quitas aos acredores privados, e terá unha capacidade de rescate limitada aos 500.000 millóns de euros –aínda que se poida ampliar esta cifra máis adiante– cos que poderá axudar aos países a atopar compradores da súa débeda. Ademais, para fortalecer os instrumentos de defensa do euro, ampliáanse as

achegas ao FMI ata chegar aos 200.000 euros adicionais, dos 150.000 comprometidos ata agora. Cómpre, como despois se verá, que o FEEF sexa realmente de estabilidade financeira e non de redistribución de recursos baixo a forma de transferencias permanentes de renda sen contrapartida. Isto último sería politicamente inaceptable para Alemaña e para os outros países centrais, e insostible economicamente no longo prazo, pois posporía o necesario axuste das economías debedoras.

Polo que respecta ao BCE, continuará coas compras de débeda no mercado secundario, sen que poidan ser moi elevadas, posto que a finais do ano 2011 había un acumulado de 211.000 millóns de euros. Tampouco se autoriza a compra directa de débeda pública dos Estados, pois o artigo 123 do Tratado prohibe a autorización de descubertos ou a concesión de calquera outro tipo de créditos polo BCE e polos bancos centrais dos Estados membros, en favor de institucións, órganos ou organismos da Unión, gobernos centrais, rexionais ou locais dos Estados membros, así como a adquisición directa a estes de instrumentos de débeda polo BCE ou polos bancos centrais nacionais. Porén, a concesión dunha liña de crédito de financiamento ilimitado aos bancos a un prazo de tres anos será vital para a súa supervivencia financeira.

Dado que a creación de eurobonos queda condicionada á existencia dunha unión fiscal na unión monetaria, a *unión fiscal* de Merkel parece quedar reducida, de momento, a unha maior austeridade e a propostas de harmonización fiscal en impostos de sociedades (pola competencia de Irlanda) e rendementos do capital. Dado que eses impostos distorsionan os movementos deste, a súa harmonización perfeccionaría a integración financeira e o mercado único, pero prexudicará ás economías periféricas como a española, ao impedirilles utilízalos para compensar parcialmente a perda de competitividade e corrixir o noso desequilibrio exterior.

O tipo de *unión fiscal* que se aproxima reflicte un enfoque e comprensión da crise que responde aos intereses nacionais alemáns e, quizais, algo *sarkozianos*, transloce unha comprensión desatinada sobre a súa natureza, e non contribúe moito a deseñar unha resposta europea a ela. Está pensado en termos de crise bancaria, fiscal, de débeda e de bo goberno, o que significa, sinxelamente, non ter entendido demasiado. Por baixo destas aparencias enfrontámonos a unha crise política e á súa implacable lóxica interna que diminúe a viabilidade do euro. Aínda que con resonancias económicas, non se repetirá o suficiente que a natureza da crise é xenuinamente política, como o foi a creación do euro. Non respectar a súa lóxica política provocou o actual embarullamento de tipos de cambio reais dentro da eurozona, e deu lugar a unha crise da balanza de pagamentos que os políticos non queren ver, pero que terán que resolver.

Merkel parte dun diagnóstico equivocado porque, máis que endurecer as regras fiscais —que, chegado o momento da verdade, se violarán—, convén corrixir os desequilibrios exteriores na eurozona. Isto require que os países periféricos perseveren nos seus esforzos de aforro doméstico (desvalorización interna), e que Alemaña

mobilice decididamente o seu aforro nacional, é dicir, que estimule a súa demanda aumentando os salarios (revalorización interna).

Aínda que o *novo pacto orzamentario* reforza a rixidez, todos sabemos que a proclamación solemne de promesas constitúe o mellor eloxio que o vicio pode facerlle á virtude: máis sancións e maior automatismo non lles garanten aos investidores o seu cumprimento. Compréndese que Alemaña, logo de convencerse con Francia do fácil que resultou violalas no ano 2003, desconfie agora dos periféricos e requira maiores garantías. Pero lle guste ou non a Merkel, a cooperación entre membros do euro non pode impoñerse mediante regras coercitivas. Require tamén confianza mutua, un *quid pro quo*. As novas regras, ao non atacar o problema de fondo –desaxustes cambiarios e das balanzas de pagamentos–, nin despezarán dúbidas nin apazugarán os investidores.

Está Merkel realmente decidida a crear un Tesouro europeo? Como explicar, daquela, o seu rexeitamento aos eurobonos? Avanzar seriamente cara a unha *unión fiscal* requiriría unha maior coordinación das políticas fiscais entre Estados membros, aumentar o tamaño e as capacidades redistributivas do orzamento para que cumprise con eficacia a súa función estabilizadora. Necesitamos un orzamento do tamaño mínimo necesario para que o ECOFIN poida utilizalo como instrumento de política económica anticíclica. Isto levaríanos á necesidade de introducir un imposto europeo que aumentara os recursos propios da UE, malia as retencions franco-alemás que queren rebaixar as súas contribucións. Tamén esixiría políticas de transferencias de fondos europeos cara ás rexións menos favorecidas, mediante investimentos, grandes proxectos de infraestruturas, etc. Estes recursos, canalizados pola vía do orzamento europeo, poderían complementarse con créditos do Banco Europeo de Investimentos (BEI) e do Fondo Europeo de Investimentos (FEI).

Isto conduciríanos á *unión de transferencias financeiras*, asunto politicamente inaceptable tanto para Merkel como para a opinión pública alemá, de aquí a natureza política e non económica da crise do euro. Pero a supervivencia dos periféricos reclama tanto doses adicionais de rigor como recursos financeiros para ampliar o seu stock de capital (público e humano) que aumente o noso crecemento potencial e que nos permita competir en igualdade de condicións cos países centrais. Por iso necesitamos un *quid pro quo*: axuste si, pero financiamento para crecer e competir tamén. Por que? Porque corrixir a crise da balanza de pagamentos require compensar a *tendencia natural* (?) a que a maior parte dos investimentos e da actividade económica se concentre na rexión europea que debuxa un arco desde Hamburgo ata Milán, pasando por Londres e París.

No informe sobre a unión económica e monetaria elaborado en resposta ao mandato do Consello Europeo de estudar e propoñer etapas concretas que conduzan á unión económica e monetaria (Delors, 1989) xa se nos advirte de que a flexibilidade salarial e a mobilidade da man de obra serán necesarias para eliminar as diferenzas de competitividade existentes en distintas rexións e países da Comunidade. O Informe Delors tamén subliñaba que, de non ser así, se producirían descen-

sos relativamente acusados na produción e no emprego nas zonas con menor produtividade e que, co fin de aliviar temporalmente o proceso de axuste, podería ser necesario en certos casos achegar medios de financiamento por vías oficiais.

Que a eurozona funcione sen friccións require a libre circulación de capitais e de traballo. Os primeiros xa están liberalizados, pero o traballo é máis inmóbil. Ademais, a emigración de españois cualificados a Alemaña só é substitutiva do axuste cambiario no curto prazo, mentres que no longo prazo socava a capacidade de crecemento da economía, cando menos por dúas razóns: primeira, porque supón unha exportación de capital (humano) cara aos países centrais, o que aumenta a súa capacidade produtiva tanto como reduce a nosa, pois os beneficios do investimento realizado por España nestas persoas recolleraos Alemaña; e segunda, porque a emigración de españois compromete tanto a sostibilidade das nosas pensións como financia as alemás, unha sociedade máis avellentada que a española e, por iso, cunha débeda oculta en pensións superior á nosa, medida segundo a contabilidade interxeracional.

Sen axustarmos os tipos de cambio nominais só poderemos corrixir o desequilibrio exterior na eurozona mediante cambios en prezos e custos relativos.

Unha posibilidade consistiría nas transferencias de capital pola vía do orzamento europeo. Isto corrixiría no longo prazo os desequilibrios, pero resultaría politicamente inaceptable para Alemaña dada a enorme contía de recursos que esixiría.

A segunda consistiría en desvalorizacións internas dos periféricos mediante a redución de prezos en bens, servizos e activos, algo que xa empezou, pero que ten límites infranqueables.

A terceira propugnaría unha política de relaxación monetaria e de depreciación do euro por parte do BCE, o que produciría unha maior inflación nos países centrais. Os prezos dos bens e servizos aumentarían máis rapidamente nestes que nos periféricos, absorbendo o seu superávit exterior e reducindo o déficit dos periféricos que, ademais, se aforrarían parcialmente os custos da deflación. Os países centrais sufrirían os custos económicos da inflación, verían penalizado o seu aforro e recuperarían desvalorizada a débeda soberana que manteñen en euros os seus bancos. Isto último sería un mal menor, pois a alternativa sería non recuperala; e, ademais, os custos da inflación terían a vantaxe de ser invisibles e de distribuírse temporalmente.

A cuarta, e quizais o escenario máis realista, combinaría as tres anteriores: transferencias de capital pola vía do orzamento europeo, desvalorización interna nos periféricos e revalorización interna en Alemaña mediante aumentos salariais ou, como xa fixo no ano 1964, introducindo subsidios ás importacións e impostos ás exportacións que penalicen os beneficios exorbitantes dos exportadores e non sobrecarguen ao contribuínte alemán. Non é o ideal pero, mentres esperamos o novo Tratado, repartiría máis equitativamente os custos do axuste na eurozona.

Conforme avance o ano 2012, e Merkel vaia sentindo en propia carne o dano social da recesión, haberá máis posibilidades de que fraquee o seu rigorismo fiscal

e privilexie o crecemento. Con todo, isto urxiranos a dar un salto cualitativo que resolva antes a crise do euro. Non podemos permanecer sentados baixo o volcán á espera de que países importantes da eurozona dean un traspé ou perdan o triplo A, e teñan que acudir, necesitados, ao *Fondo Europeo de Estabilidade Financeira* (FEEF). Que faremos, daquela, cando o colapsen?

Ao igual que Geoffrey Firmin –o atormentado protagonista da novela de Malcolm Lowry *Baixo o volcán* que, encadeado ao alcohol, naufraga e abraza a súa vontade de autodestrución–, tamén os europeos estamos baixo o volcán, embriagados polos vapores etílicos do euro. Impidamos a súa erupción e vernos arrastrados pola súa lava, co fin de que non sepulte a construción europea, confirmando a profecía que realizou no ano 1949 o vello Jacques Rueff: “*Europa farase pola moeda ou non se fará*”.

## 7. A MODO DE CODA

A Declaración dos Membros do Consello Europeo de 30 de xaneiro 2012, que se titula *Cara a unha consolidación que propicie o emprego e un crecemento que propicie o emprego* (Consello Europeo, Declaración dos Membros do Consello Europeo, SN 5/12), abordou dúas cuestións: a primeira –sobre crecemento e emprego– subliñou a prioridade do emprego, do acceso ao crédito e da mellora do mercado único; a segunda –sobre a estabilidade da zona euro– fixo fincapé na necesidade de combater os déficit públicos, sen que iso implique afectar o investimento público.

Polo que respecta á primeira, o Consello destacou, por un lado, a necesidade de cerrar a brecha de habilidades da man de obra, así como os seus desaxustes xeográficos; e, por outro lado, propugnou reformas do mercado de traballo para acompañar o crecemento dos custos laborais aos da produtividade en cada país. Ademais, aconsellou combater a segmentación do mercado de traballo mediante a redución dos custos non salariais –brecha fiscal–, que desincentivan a contratación especialmente nos traballadores con salarios baixos e nos novos. Para reducir o paro xuvenil, o Consello propuxo que os novos, apenas deixen a escola, reciban unha oferta de emprego de calidade, unha educación continuada e un emprego de aprendizaxe ou unhas prácticas o máis integradas posible en programas educativos, co obxectivo de que o abandono temperán na escola sexa recuperado pola formación profesional.

Para mellorar a mobilidade da man de obra, o Consello propuxo o uso máis intenso e eficaz do Servizo Europeo de Emprego (EURES), o aumento das colocacións en empresas mediante o programa Leonardo da Vinci, unha mellor utilización dos recursos do Fondo Social Europeo para programas de aprendizaxe, o recoñecemento mutuo de cualificacións profesionais, a tarxeta profesional europea, o pasaporte europeo de competencias profesionais, e a protección dos dereitos suplementarios de pensión para os traballadores emigrantes.

Polo que respecta á mellora no funcionamento do mercado único, anunciáronse medidas para estimular o comercio electrónico e para modernizar a lexislación sobre o dereito de propiedade intelectual e as patentes. Segundo o Consello Europeo, o financiamento debería correr a cargo dos fondos estruturais, do Banco Europeo de Investimentos para as pemes e as infraestruturas –en colaboración coa iniciativa privada–, e mediante un mellor acceso ao *venture capital* e á “facilidade ‘progreso’ de microfinanciamento”.

Polo que se refire á segunda cuestión, isto é, a relativa á estabilidade da eurozona, o Consello aceptou o paquete fiscal que contiña o Tratado sobre Estabilidade e Converxencia na Unión Económica e Monetaria que consagra a obriga de incorporar á lexislación nacional a chamada “regra de ouro” –déficit axustado ao ciclo non superior ao 0,5%–, e introduce novas regras de votación xunto cun mecanismo de corrección automática. Tamén confirmou o acordo sobre o MEDE para a súa entrada en vigor en xullo de 2012. En terceiro lugar, acordou avaliar no Consello Europeo de 1 de marzo a adecuación dos recursos do FEEF e do MEEF. E, por último, instou aos ministros de finanzas a que tomasen as medidas oportunas para alcanzar un acordo sobre a participación do sector privado na resolución do problema da débeda grega.

Como vemos, foron poucas as novidades deste Cumio con respecto ao que se veu facendo ata agora en anteriores Consellos Europeos. Constatamos a ausencia de liderado político que, cun golpe de temón, nos marque o rumbo cara a unha maior integración fiscal. Repítense as mesmas ideas e paradigmas que xa se fixeran famosas na chamada Estratexia de Lisboa, renovada agora na Estratexia 2020.

É certo que as medidas que se anunciaron no Consello Europeo de 30 de xaneiro contribuirán a mellorar a mobilidade do factor traballo –clave para o éxito de calquera zona monetaria óptima como debería ser o euro–, e a consolidar as “devasas financeiras” da eurozona. Así e todo, confirmou a deriva continuísta do actual liderado político na UE, con medidas claramente insuficientes para que os europeos poidamos facerlles fronte aos gravísimos desequilibrios en materia de aforro e de competitividade entre países da eurozona con algunha posibilidade de éxito, pois o problema de fondo segue intacto. A cuestión a debate agora consiste en saber se os países do euro que teñen que recuperar competitividade terán a capacidade de resistencia política suficiente aos paquetes de austeridade que se anunciaron e aprobaron ou se, pola contra, se verán forzados a abandonar o euro abrasados por calquera dos conos intrusos do seu volcán.

## BIBLIOGRAFÍA

- BERNANKE, B.S. (2005): *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. (Speech delivered for the Sandridge Lecture at the Virginia Association of Economists). Richmond, VI: Virginia Association of Economists.
- BERNANKE, B.S. (2007): *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*. (A speech at the Bundesbank Lecture). Berlin.

- COMISIÓN EUROPEA (2008a): Comunicación de la Comisión, de 29 de octubre de 2008, denominada «De la crisis financiera a la recuperación: un marco europeo de acción». [COM (2008) 706 final]. Bruselas: Comisión Europea.
- COMISIÓN EUROPEA (2008b): Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo, de 26 de noviembre de 2008, denominada «Un plan europeo de recuperación económica». [COM (2008) 800 final]. Bruselas: Comisión Europea.
- COMISIÓN EUROPEA (2009a): Comunicación de la Comisión, de 27 de mayo de 2009, denominada «Supervisión financiera europea». [COM (2009) 252 final]. Bruselas: Comisión Europea.
- CONSEJO EUROPEO (1997a): Council Regulation (EC) n° 1466/97 of 7 July 1997 on the Strengthening of the Surveillance of Budgetary Positions and the Surveillance and Coordination of Economic Policies. Bruselas: Consejo Europeo.
- CONSEJO EUROPEO (1997b): Council Regulation (EC) n° 1467/97 of 7 July 1997 on Speeding up and Clarifying the Implementation of the Excessive Deficit Procedure. Bruselas: Consejo Europeo.
- CONSEJO EUROPEO (2010): Reglamento (UE) n° 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010, por el que se establece un mecanismo europeo de estabilización financiera. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 118, de 11/05/10.
- CONSEJO EUROPEO (2011a): Council Regulation (EU) n° 1177/2011 of 8 November 2011 Amending Regulation (EC) n° 1467/97 on Speeding up and Clarifying the Implementation of the Excessive Deficit Procedure. *Official Journal of the European Union*, L 306, de 23/11/11.
- CONSEJO EUROPEO (2011b): Declaración de los Jefes de Estado y de Gobierno de la Zona Euro de 9 de diciembre de 2011). Bruselas: Consejo Europeo.
- CONSEJO EUROPEO (2011c): Observaciones de Herman Van Rumpuy, Presidente del Consejo Europeo, tras la primera sesión del Consejo Europeo, de 09/12/11. Bruselas: Consejo Europeo.
- CONSEJO EUROPEO (2011d): Regulation (EU) n° 1175/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 Amending Council Regulation (EC) n° 1466/97 on the Strengthening of the Surveillance of Budgetary Positions and the Surveillance and Coordination of Economic Policies. *Official Journal of the European Union*, L 306, de 23/11/11.
- CONSEJO EUROPEO (2012): Declaración de los miembros del Consejo Europeo, de 30 de enero de 2012, «Hacia una consolidación que propicie el crecimiento y un crecimiento que propicie el empleo. [SN 5/12]. Bruselas: Consejo Europeo.
- DE LAROSIÈRE, J. (2009): *High-Level Group on Financial Supervision in the EU. (Larosière Report)*. Brussels.
- DELORS, J. (1989): *Informe sobre la unión económica y monetaria en la Comunidad Europea. (Informe Delors)*. Hanover: Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria.
- EUROPEAN COMMISSION (2009b): *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*. (European Economy, 7/2009). Brussels: European Commission, Economic and Financial Affairs, Directorate General.
- GELLNER, E. (2005): *Razón y cultura*. Madrid: Síntesis.
- GORDO MORA, L.; NOGUEIRA MARTINS, J. (2007): *How Reliable are the Statistics for the Stability and Growth Pact?* (Mimeo).

- HOSHI, T.; KASHYAP, A.K. (2010): “Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Eight Lessons from Japan”, *Journal of Financial Economics*, 97 (3) (September), pp. 398-417.
- SANCHIS I MARCO, M. (2011): “Anatomy of the Great Recession: 2007-2010. From the Ideology of the Invisible Hand to Market Failures”, *Cahier*, 17, pp. 21-40. Bruxelles: Groupe de Réflexion sur l’Avenir du Service Public Européen (GRASPE).
- SCHNEIDER, S. (2010): *Homo Economicus – or More Like Homer Simpson?* Frankfurt: Deutsche Bank Research.
- SEN, A. (2008): *Sobre ética y economía*. Madrid: Alianza.
- WEBER, A.A. (2011): “Challenges for Monetary Policy in the European Monetary Union”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93 (4), (July-August), pp. 235-242. St. Louis, MO: Federal Reserve Bank of St. Louis.