

EL EXTRAÑO CASO DEL ATAQUE A LA EUROZONA: ¿DE QUIÉN ES LA CULPA?

ÓSCAR AFONSO / RUI HENRIQUE ALVES¹
Universidad de Porto

Recibido: 29 de febrero de 2012

Aceptado: 7 de mayo de 2012

Resumen: En los últimos meses, la eurozona ha estado bajo el fuego de los mercados financieros, siendo los especuladores acusados de una especie de conspiración cuyo último objetivo sería la desintegración del proyecto europeo de Unión Económica y Monetaria (UEM).

En este artículo se discuten las verdaderas razones que llevaron a esta situación, con especial referencia a cuatro aspectos cuyo debate se mantiene abierto desde comienzos de los años noventa del siglo XX: la convergencia nominal versus la convergencia real; la necesidad –o no– de coordinar las políticas presupuestarias nacionales; los mecanismos de ajuste a los shocks específicos y la teoría de las áreas monetarias óptimas; y la necesidad –o no– para avanzar en la consecución de la integración política. Utilizando datos sobre el caso de Portugal, evidenciamos que en varios de estos temas la construcción de la UEM sigue poniendo de manifiesto varias deficiencias que están en la base de la actual situación de inestabilidad. En ese contexto, se presentan varias sugerencias para fortalecer la zona euro, sobre todo en lo que respecta a su gobierno económico.

Palabras clave: Euro / UEM / Áreas monetarias óptimas / Estabilización macroeconómica / Unión política.

THE STRANGE CASE OF THE ATTACK ON THE EURO AREA: WHO IS TO BLAME?

Abstract: In recent months, the euro area has been under fire from the financial markets, speculators being blamed for the mounting of a kind of conspiracy whose ultimate goal would be the disintegration of the project's Economic and Monetary Union (EMU).

In this paper, we discuss the true reasons of this situation with reference to four issues which the debate remains open since the early 90s: nominal convergence versus real convergence; need –or not– for the coordination of fiscal policies; adjustment mechanisms to specific shocks and the theory of optimum currency areas; and need –or not– for further progress in political integration. Using data on the Portuguese case, we argue that, on several of these topics, the present framework of the EMU still reveals many weaknesses, which would underpin the current unstable situation. In this context, we present some suggestions for strengthening the euro area, particularly in terms of its economic governance.

Keywords: Euro / EMU / Optimum currency areas / Macroeconomic stabilization / Political union.

1. INTRODUCCIÓN

Uno de los más notables escritores de libros policiales del siglo XX, Erle Stanley Gardner (1889-1970), publicó a lo largo de cuarenta años casi nueve decenas de obras con el título de “El caso de...”².

En estas obras, aparecía un crimen y un criminal aparentemente “perfecto”, a quien toda la evidencia parecía apuntar como responsable. No se trataba, sin em-

¹ Los autores, profesores de la Facultad de Economía de la Universidad de Porto, son miembros del Centro de Economía y Finanzas de esa Universidad (CEF.UP) y del Núcleo de Investigación en Finanzas Públicas y Política Monetaria (NIFIP).

² <<http://kirjasto.sci.fi/gardner.htm>>. 25 de febrero de 2012.

bargo, del “verdadero” culpable, que solo era conocido al final de la obra, siempre gracias a giros sorprendentes liderados por un abogado criminalista de carácter excepcional, llamado Perry Mason.

En los últimos meses, la zona euro ha estado bajo el fuego de los mercados financieros en un hecho que, con alguna semejanza, podría hacer referencia a un “crimen”, cuyo criminal “perfecto” también sería fácil de descubrir. En este caso, la culpa sería aparentemente de los especuladores, cuyas acciones tendrían como objetivo los países más débiles –y en particular, su deuda pública–, siendo su última finalidad la desintegración del proyecto europeo de Unión Económica y Monetaria (UEM).

Sin embargo, tal y como sucedía en los libros de Erle Stanley Gardner, parece legítimo preguntarse si los verdaderos culpables son los especuladores y sus acciones. De hecho, los especuladores crean expectativas, actúan con base en ellas, intentando obtener beneficios, naturalmente asumiendo riesgos. De este modo, los especuladores solo realizarían su trabajo normal, libre de cualquier motivo más oscuro.

Lo cierto es que las acciones de los especuladores en los mercados financieros pueden llevar a resultados especialmente duros. En particular, si muchos agentes actuaran de forma similar y/o realizando operaciones por un importe significativo, las expectativas tenderían a convertirse en realidad. El verdadero problema consiste en saber qué llevó a la formación de esas expectativas con una credibilidad aparentemente tan fuerte para que los distintos agentes económicos especularan en contra de varios países de la zona euro y, en última instancia, en contra de la moneda única europea.

En otras palabras, es posible conocer los motivos que permitan descubrir las verdaderas razones que están detrás de la inestabilidad que ha vivido la zona euro, así como para determinar si tendrán lugar –o no– las condiciones para que se produzca un importante cambio en esta situación, encabezado por relevantes personalidades políticas y económicas. Ese es el principal objetivo de este artículo, en el que se pretenden analizar las verdaderas razones de los problemas experimentados por la zona euro en los últimos dos o tres años.

La discusión se lleva a cabo en el marco de un conjunto de temas fundamentales que han estado en el centro de un debate abierto por lo menos desde los años noventa del siglo XX. El primero de ellos, que se examina en la sección 2, se refiere a los mecanismos de ajuste contra los *shocks* asimétricos en una unión monetaria, estando relacionado sobre todo con la teoría de las áreas monetarias óptimas. El segundo tema, que es el objeto de la sección 3, se refiere a la necesidad –o no– de coordinar las políticas fiscales nacionales dentro de la zona euro. El tercero, que se aborda en la sección 4, se refiere al tipo de convergencia –nominal y/o real– necesaria para la estabilidad de una unión monetaria, discutiéndose la utilización de información estadística relativa al caso portugués en la sección 5. El artículo finaliza intentando identificar a los verdaderos “cupables”, y en ese contexto propone un

conjunto de sugerencias para fortalecer la zona euro, y en especial su gestión económica.

2. LOS MECANISMOS DE AJUSTE Y LA TEORÍA DE LAS ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS

Como es bien sabido, el coste más importante asociado a la constitución de una unión monetaria corresponde a la reducción del número de instrumentos de política macroeconómica de que disponen las autoridades nacionales (De Grauwe, 2009). Por lo tanto, la participación en un proyecto como la UEM europea supone perder la posibilidad de utilizar el tipo de cambio nominal como instrumento de la política de estabilización en un contexto en el que también se ha perdido otro instrumento: la utilización de la tasa de interés en el marco de la política monetaria (Alves y Afonso, 2007).

Esta restricción no contribuye a crear problemas significativos en el caso de que se produzcan *shocks* de naturaleza simétrica, esto es, *shocks* que afecten a todos los países de la zona monetaria en la misma dirección y en igual dimensión. En ese caso, el banco central supranacional puede conducir la política monetaria de acuerdo con lo indicado para toda la zona, e influenciar –o determinar– el progreso del valor de la moneda común en los mercados de divisas, manteniendo disponibles todos los instrumentos tradicionales de la política de estabilización (Baldwin y Wyplosz, 2009).

La cuestión puede ser importante en el caso de que aparezcan *shocks* asimétricos, esto es, que afecten de distinta manera a diferentes países del área monetaria, y en particular los *shocks* específicos, es decir, que afecten a uno de los países. En estos casos, los instrumentos de política monetaria y de política cambiaria no pueden ser utilizados. Para combatir el *shock* quedan, entonces, los mecanismos de política fiscal, cuya utilización puede, sin embargo, ser restringida, como en el caso europeo, en virtud de la necesidad de asegurar una disciplina presupuestaria y de evitar los efectos externos de la mala conducta presupuestaria de alguno o de algunos.

La importancia del coste derivado de la pérdida del instrumento cambiario dependerá de la probabilidad de que se produzcan *shocks* asimétricos y específicos –que, en el caso europeo, y según el Informe Emerson (Emerson *et al.*, 1992), se iría reduciendo a medida que el proceso de integración fuera avanzando–, así como de la existencia y funcionamiento de mecanismos de ajuste que surgiesen como alternativa al uso de la política cambiaria (Barbosa y Alves, 2011).

Este tema ha sido el foco de la discusión promovida en el contexto de la llamada teoría de las áreas monetarias óptimas, desde los trabajos seminales de Mundell (1961), McKinnon (1963) y Kenen (1969) hasta los recientes trabajos –de una gran calidad– de Mongelli (2008) y Campolmi y Faia (2011)³. Así, se llama la atención

³ Para un resumen de los principales trabajos y conclusiones en este campo, véase, por ejemplo, Barbosa y Alves (2011)

sobre distintos aspectos que podrían llevar a una minimización de los costes de ocurrencia de los *shocks* asimétricos, es decir, una elevada movilidad del factor trabajo, la existencia de sistemas de compensación por medio de transferencias fiscales o presupuestarias entre países y la flexibilidad de salarios y precios, esto es, de los mercados de trabajo y de los bienes y servicios.

No obstante, como ponen de manifiesto Barbosa y Alves (2011), esos mecanismos de “escape” están lejos de tener el tamaño adecuado en el caso europeo. Así, inmediatamente hay un bajo nivel de movilidad intra-europea del factor trabajo, aunque con una tendencia a aumentar en un futuro próximo, lo que provoca que el aumento del desempleo resultante de un *shock* negativo específico para un determinado país no pueda ser fácilmente resuelto con la emigración de sus trabajadores hacia otro país no afectado.

Por otro lado, no existe –ni existirá, previsiblemente, en un futuro próximo– un sistema de transferencias presupuestarias que puedan dar lugar a una compensación por los costes del *shock* a partir de las aportaciones de los países no afectados, algo que se agrava en el caso europeo debido a que el presupuesto comunitario es muy reducido (aproximadamente un 1% del PIB de la UE). Por último, en algunos Estados miembros, los mercados de trabajo siguen mostrando fuertes limitaciones en términos de flexibilidad, sucediendo lo mismo, aunque en menor medida, con los mercados de algunos bienes y servicios.

Este conjunto de elementos permite afirmar que la zona euro no es un área monetaria óptima y, como tal, no es lo suficientemente pequeña la probabilidad de que tengan lugar *shocks* asimétricos, así como que estos determinen costes importantes, que se traducirán en un aumento del desempleo y de la recesión ante la falta de instrumentos de cambio. Además, estos costes pueden agravarse por las restricciones sobre el uso contracíclico de la política presupuestaria nacional, en virtud de las normas impuestas con el fin de promover la disciplina presupuestaria en el contexto de la UEM.

3. DISCIPLINA FISCAL VERSUS COORDINACIÓN DE LAS POLÍTICAS FISCALES NACIONALES

Como es sabido, la creación de la UEM europea fue acompañada por soluciones distintas para las políticas monetaria y presupuestaria. En el primer caso, la solución fue necesariamente la creación de una institución supranacional que llevó a una política monetaria común; en el segundo caso, la solución adoptada fue mantener la política presupuestaria en manos de los gobiernos nacionales por razones de mayor facilidad política, así como mantener un instrumento de política nacional para combatir los efectos de los *shocks* específicos o para responder a las preferencias individuales de la economía y de la sociedad nacionales (Alves, 2009).

El mantenimiento de la política presupuestaria en el ámbito de los gobiernos nacionales exigiría dos tipos de restricciones para evitar algunos problemas. Por un lado, para evitar las externalidades negativas derivadas de la mala conducta presupuestaria de algún Estado, incluyendo el aumento de las tasas de interés en la zona euro y las presiones para flexibilizar la política monetaria común, deberían definirse normas de disciplina presupuestaria. Esto se ha llevado a cabo mediante las limitaciones al peso del déficit público y de la deuda pública en el PIB (Tratado de la Unión Europea, 1992), de la exigencia de un presupuesto equilibrado a medio plazo y de las sanciones por su incumplimiento (European Council, 1997, 2005) y, más recientemente, con la futura obligatoriedad de conseguir un déficit estructural no superior a un 0,5% del PIB (Treaty on Stability, 2012).

Por otro lado, para asegurar un adecuado *policy mix* para maximizar el bienestar social en la unión monetaria, las políticas presupuestarias nacionales deberían estar coordinadas. Esto se recoge en el Tratado de la Unión Europea (1992), yendo, de alguna manera, al encuentro de las propuestas iniciales del Informe Delors (Comité pour l'Etude de l'Union Économique et Monétaire, 1989).

La realidad ha mostrado, sin embargo, que existe un importante desfase entre los dos aspectos que deben alcanzarse. Por lo tanto, la principal preocupación ha sido, claramente, la disciplina presupuestaria, como lo demuestra el sucesivo fortalecimiento de los numerosos reglamentos que le conciernen, y ello a pesar de las numerosas críticas que han recibido⁴.

La coordinación ha sido objeto de menor preocupación, teniendo resultados muy por debajo de lo que sería deseable. Buenos ejemplos de ello pueden encontrarse en las dificultades de lograr una respuesta común europea a la crisis financiera y económica después del año 2008, o la imposibilidad de enviar una respuesta rápida y eficaz a la intensificación de la crisis de la deuda soberana. Lo cierto es que el actual marco institucional del proceso de coordinación, salido del Tratado de la Unión Europea (1992), parece inadecuado por ser demasiado complejo y burocrático, además de por no contener sanciones para las eventuales infracciones (Alves y Afonso, 2008).

Esta diferencia en el tratamiento de las áreas de la disciplina y la coordinación de las políticas, contraria a las propuestas en el Informe Delors, acaba, junto con los Estatutos del Banco Central Europeo y con las presiones del liderazgo alemán en la zona euro, por estar, sobre todo, en la base de un cambio de rumbo de las preferencias de política macroeconómica. En conjunto, esta se ha centrado de un modo claro en la lucha contra la inflación y en la escasa preocupación por el crecimiento económico y el empleo, que se hace particularmente más oneroso para las economías más débiles del área monetaria y que, como se explicará más adelante, promoverá algunas especulaciones contra ella.

⁴ Como ejemplos claros, entre otros, podemos citar a Buitet *et al.* (1993), Arestis *et al.* (2001), Pisani-Ferry (2004) o Wyplosz (2005).

4. CONVERGENCIA NOMINAL VERSUS CONVERGENCIA REAL

La reducción de la probabilidad de que se produzcan *shocks* asimétricos o específicos, como se ha señalado en la sección 2, se realiza mediante la convergencia de las economías. De hecho, las economías con características similares tenderán a reaccionar de forma idéntica a los *shocks* exógenos, pudiendo beneficiarse, en la lucha contra los efectos negativos de estas, de políticas macroeconómicas comunes.

En otras palabras, el funcionamiento estable de una unión monetaria presenta como requisito indispensable la convergencia de las economías de los países participantes. La pregunta que surge entonces es saber de qué tipo de convergencia estamos hablando: si de la convergencia nominal –es decir, la aproximación en términos de valores nominales de las principales variables de la economía, incluyendo las tasas de inflación y las tasas de interés– o de la convergencia real –es decir, la aproximación en términos de variables representativas del nivel de vida, con especial énfasis en el PIB *per capita*–.

El debate a este nivel continúa abierto. Parece que existe unanimidad por lo que respecta a la necesidad de la convergencia nominal, en especial del nivel de las tasas de inflación: si en un país miembro de la unión monetaria el ritmo de crecimiento de los precios fuera muy superior a la media, esto supondría un problema de competitividad que solo podría ser resuelto a cambio de la variación del valor nominal de su moneda (De Grauwe, 2009). Últimamente la necesidad previa de convergencia real ha sido más polémica, ya que algunos autores consideran que es indispensable (Kröger y Redonnet, 2001); otros sugieren que, por lo menos, alguna es necesaria para garantizar la convergencia nominal (Herrmann y Jochem, 2003; Bukowski, 2006); y otros simplemente admiten que la convergencia nominal acabará por determinar también la convergencia real (Buti y Sapir, 1998; Marelli y Signorelli, 2010).

Este último parece haber sido el enfoque adoptado en el contexto del proceso de integración monetaria europea, correspondiendo en gran parte a una especie de victoria de las teorías pro-monetaristas que eran mayoritarias en la consagración institucional de la moneda única en el Tratado de la Unión Europea del año 1992. Esto es evidente al examinar los –discutibles– criterios para participar en la moneda única, todo ellos correspondientes a la parte de la convergencia nominal –tasa de inflación, tasa de interés, disciplina presupuestaria–.

Lo cierto es, sin embargo, que la convergencia real no ha seguido la convergencia nominal en el caso de Portugal, para lo cual se presentan a continuación algunos indicadores fundamentales que son un buen ejemplo de este hecho y de las consecuencias que de ello se derivan, en un contexto agravado por la insuficiente coordinación de las políticas, por una excesiva atención a la inflación y por la inexistencia de mecanismos alternativos de ajuste en el caso de *shocks* asimétricos.

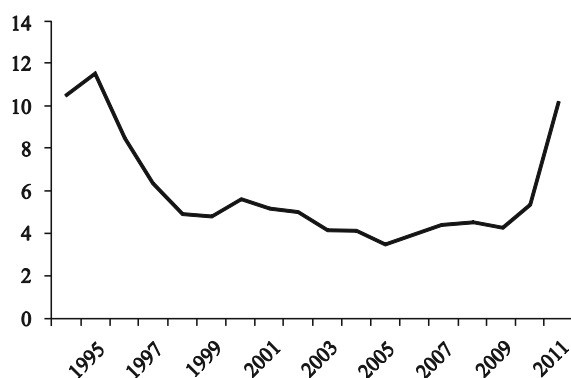
La insuficiente convergencia real en el marco descrito ha causado importantes problemas a los países más pobres dentro de la UEM. Estos países no pudieron utilizar ahora la tasa de cambio nominal para recuperar la competitividad, mientras que utilizaron la disminución de las tasas de interés –que acompañan al proceso de convergencia nominal– para prolongar el nivel de endeudamiento tanto público como privado. Junto con esto, no se han realizado los ajustes necesarios para el nuevo marco de política macroeconómica.

En este contexto, los especuladores empezaron a creer que los países que se encuentran en esta situación –como Portugal o Grecia– no tendrían ninguna posibilidad de cumplir sus obligaciones, por lo que decidieron vender títulos de deuda pública y no tomar nuevos títulos, o pedir un mayor nivel de las tasas de interés. La capacidad de estos países para refinanciar la deuda pública se fue degradando a la vez que sus *ratings*. El proceso se fue agravando en una especie de “bola de nieve”, con el crecimiento del riesgo de *default*, con la posibilidad de ampliar el contagio y con la evidente falta de capacidad para tomar decisiones políticas por parte de los principales actores en la escena europea.

5. EL CASO DE PORTUGAL

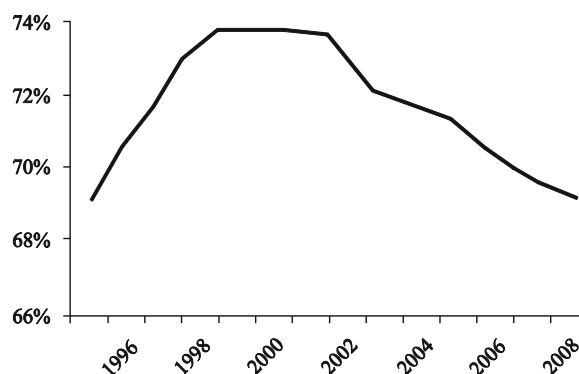
Los gráficos 1 y 2 muestran claramente que en el caso portugués la convergencia real no siguió a la convergencia nominal. Así, mientras que la tasa de inflación se redujo significativamente a lo largo de los años noventa del siglo XX, acompañada de una importante disminución de las tasas de interés (gráfico 1), el nivel relativo del PIB *per capita* cayó a partir de la creación de la moneda única (gráfico 2), alterando la senda de convergencia real significativa que se produjo con la adhesión de Portugal a la entonces Comunidad Económica Europea (CEE) en el año 1986.

Gráfico 1.- Convergencia nominal: evolución de las tasas de interés a largo plazo



FUENTE: OCDE.

Gráfico 2.- Convergencia real: PIB *per capita* (Portugal *versus* zona euro)



FUENTE: OCDE.

Es decir, a diferencia de lo que sucedió en los años posteriores a la adhesión a la CEE, la adaptación de la economía portuguesa a la moneda única no fue tan claramente positiva. Desde el año 1999, la economía portuguesa se separó en términos reales en comparación con sus socios de la UE-15 y de la zona euro. En el mismo período de tiempo, y al menos hasta la aparición de la crisis financiera del año 2008, otros países –España, Irlanda y los países que se adhirieron desde el año 2004– mostraron un comportamiento mucho más positivo.

Las razones de este comportamiento pueden buscarse en las dificultades de adaptación al nuevo contexto determinado por la entrada en la UEM, especialmente en lo que respecta al desarrollo de las políticas fiscales y de ingresos, agravadas por los problemas que surgieron con la ampliación del período 2004-2007, cuando entraron distintos países que pertenecían al antiguo bloque del este, y por una mayor penetración en el mercado europeo de los países de *low-cost* o de “bajos costes” –incluida China–, tras la conclusión de la Ronda de Uruguay (1994) y de la adhesión de China a la Organización Mundial del Comercio.

La política de ingresos debería de haberse llevado a cabo con el fin de impedir el aumento de los costes laborales unitarios (CLU) superiores a los de sus socios comerciales, teniendo en cuenta la imposibilidad de utilizar el tipo de cambio y el aumento de la competencia por parte de esos países *low-cost*. Sin embargo, y como se puede observar en la tabla 1, los costes laborales unitarios en Portugal continuaron creciendo a un nivel superior al de los socios de la UE, determinando la elevación de la tasa de cambio real y, como consecuencia, una importante pérdida de competitividad de los bienes y servicios portugueses.

La evolución de los costes laborales unitarios en contra del crecimiento deseable se debió sobre todo a una productividad insuficiente, que quedó muy lejos de lo que se necesitaba para permitir una cierta aproximación salarial sin pérdida de competitividad, como se muestra en la tabla 2.

Tabla 1.- Tasa de cambio nominal *versus* tasa de cambio real

PERÍODO	TASA EFECTIVA DE CAMBIO NOMINAL (variación anual)	COSTES LABORALES EN PORTUGAL MENOS COSTES LABORALES DE LOS SOCIOS	TASA EFECTIVA DE CAMBIO REAL (variación anual)
1993-1998	-2,1	2,0	-0,1
1999-2006		1,3	1,3

FUENTES: OCDE y Banco de Portugal.

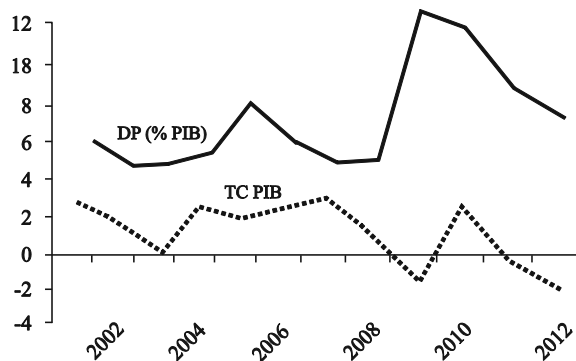
Tabla 2.- Desagregación del crecimiento de costes laborales unitarios, 1999-2006

	TASA DE CRECIMIENTO MEDIA ANUAL (%)		
	Remuneraciones nominales	Productividad	Costes laborales unitarios (CLU)
Portugal	3,8	1,0	2,8
Zona euro	2,3	0,8	1,5

FUENTE: Banco de Portugal.

Por lo que respecta a la política presupuestaria, esta debería haber sido llevada a cabo para que en los buenos tiempos consiguiera un margen de maniobra que le permitiera intervenir en los períodos difíciles, permitiendo su utilización como una herramienta para combatir los efectos negativos de los *shocks* específicos.

Sin embargo, como se muestra en el gráfico 3, la política presupuestaria portuguesa después del año 1995 –comienzo de la preparación para la moneda única– fue esencialmente procíclica. Así, el descenso de la tasa de interés de la deuda pública se utilizó esencialmente para aumentar el gasto público en un período de expansión, cuyo resultado fue un importante descontrol en el presupuesto, lo que obligó –y que obliga actualmente– a utilizar políticas restrictivas en tiempos de recesión.

Gráfico 3.- Evolución de la política presupuestaria en Portugal

NOTA: DP (% PIB): Déficit público (% PIB); TC PIB: Tasa de crecimiento del PIB.

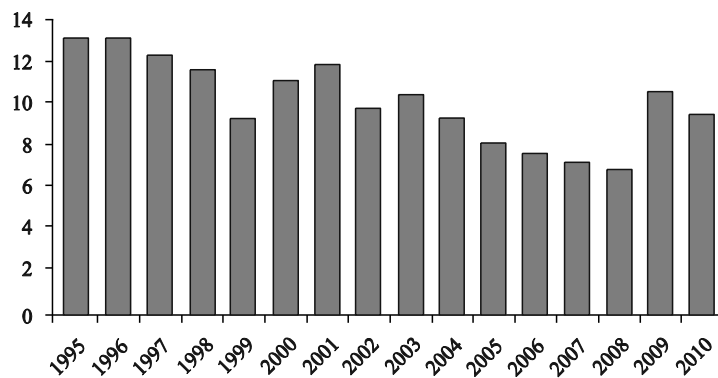
FUENTES: OCDE y Banco de Portugal.

Al igual que el Estado, los agentes económicos privados también aumentaron sustancialmente su nivel de endeudamiento después de la caída de las tasas de interés. Como consecuencia, el peso del ahorro privado en el PIB descendió notablemente, alcanzando los niveles más bajos de la reciente historia económica portuguesa (gráfico 4).

La combinación de la reducción del nivel de ahorro de la nación con la pérdida de competitividad del comercio dio lugar a un profundo deterioro de las cuentas externas, en particular del saldo de la balanza corriente. Como muestra el gráfico 5, este saldo fue sistemáticamente negativo a partir del año 1995, alcanzando en distintos años valores próximos a un 10% del PIB.

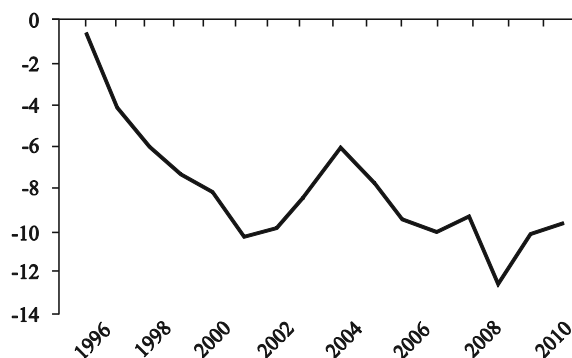
Como consecuencia, la deuda externa líquida portuguesa tuvo una evolución explosiva a partir del año 1995, pasando de valores inferiores a un 10% del PIB en ese año a más de un 100% del PIB en la actualidad (gráfico 6).

Gráfico 4.- Ahorro privado (% PIB)

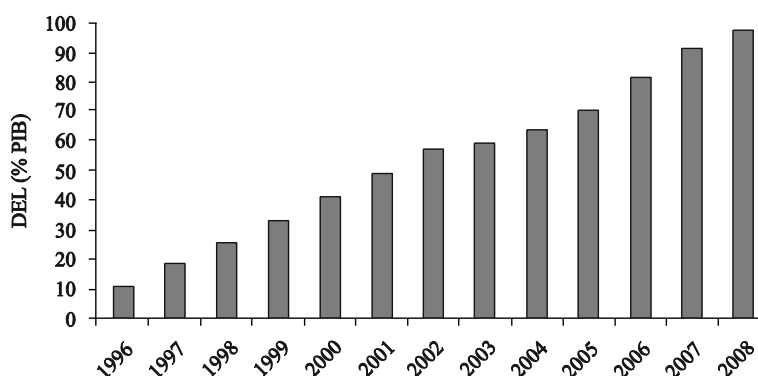


FUENTE: OCDE.

Gráfico 5.- Saldo de la balanza corriente (% PIB)



FUENTE: OCDE.

Gráfico 6.- Deuda externa líquida (% PIB)

NOTA: DEL (% PIB): Deuda externa líquida (% PIB).

FUENTE: Banco de Portugal.

Como es sabido, la persistencia de elevados déficit corrientes no es posible a largo plazo, por lo que antes o después la situación obligará a un ajuste, probablemente, doloroso. Esta necesidad se aplazó en el contexto de un largo período de fácil acceso al crédito en los mercados financieros internacionales. No obstante, la aparición de la crisis financiera en el año 2008 y las restricciones relativas a la cantidad y al coste del crédito que la acompañaron acabaron por precipitar la necesidad de corregir los altos desequilibrios macroeconómicos portugueses, utilizando el recurso a la asistencia financiera interna proporcionada por las instituciones europeas y por el Fondo Monetario Internacional.

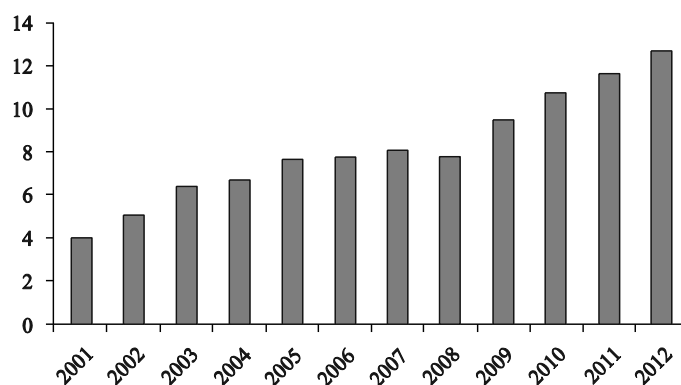
El programa de ajuste llevado a cabo desde mediados del año 2011 combina las políticas restrictivas a nivel presupuestario y de ingresos, incluyendo una fuerte moderación salarial, un estancamiento de la renta disponible, un aumento de los impuestos y una reducción del gasto público, con la necesidad de adoptar “reformas estructurales” en distintas áreas como la salud, la educación, la justicia y los mercados inmobiliario y de trabajo (Memorando de Entendimiento, 2011).

El programa en cuestión tiene como objetivo reducir las necesidades de financiación de la economía portuguesa. Así, las políticas restrictivas deben conducir al estancamiento de la renta disponible y, por lo tanto, a la contracción de las importaciones, a la vez que la reducción de los niveles de déficit y de la deuda pública deberían permitir al Estado volver a los mercados financieros internacionales. Por último, se espera que las políticas estructurales permitan aumentar la competitividad de la economía portuguesa, estimulando las exportaciones y reduciendo las importaciones, desarrollando un papel similar al desempeñado por la devaluación de la moneda –presente en los programas de ajuste implementados bajo la égida del Fondo Monetario Internacional en los períodos comprendidos entre los años 1977 y 1979, por un lado, y 1983 y 1985 por otro–, aunque en un período de tiempo más largo y con unos efectos más permanentes.

Las actuales medidas que se están llevando a cabo no dejarán, sin embargo, de provocar costes muy significativos. Así, las previsiones apuntan a que el PIB real continúe disminuyendo en el año 2012, tras la quiebra que tuvo lugar en el año 2011, así como una continuación del proceso de divergencia real con respecto a la media de la zona euro y un empeoramiento de la tasa de desempleo (gráfico 7), lo que puede dar lugar a graves problemas sociales.

En este contexto se acepta ya que el programa de ajuste tendrá que ser revisado debido a la eventual imposibilidad de que el Estado portugués regrese a los mercados financieros internacionales en el año 2013, pues una parte importante de las razones que determinaron la pérdida de credibilidad del país ante los inversores y los especuladores internacionales se mantiene, con las perspectivas de un débil crecimiento económico que incrementará las dudas sobre la capacidad futura para cumplir las obligaciones asociadas a la deuda pública.

Gráfico 7.- Tasa de desempleo (%)



FUENTE: OCDE.

6. EN CONCLUSIÓN

La evidencia presentada en este artículo, especialmente la relativa a los datos sobre la evolución reciente de la economía portuguesa, permite concluir que la culpa del “ataque” a la zona euro no debe buscarse en la actuación de los especuladores. Al igual que sucedía en los libros de Gardner, el “verdadero” delincuente no coincide con el delincuente “perfecto” identificado inicialmente.

En este caso, el “verdadero” delincuente parece ser el actual marco institucional de la UEM. Así, algunas de las deficiencias que ese marco presenta pueden haber inducido a que los especuladores actuaran, siendo su objetivo las economías más débiles y que, por el efecto contagio, afectó a la estabilidad de toda la zona. En un contexto marcado por la falta de mecanismos de ajuste alternativos al uso de la tasa de cambio nominal, por la escasa atención prestada a la coordinación de las políti-

cas presupuestarias nacionales y por la excesiva tendencia a favor de la estabilidad de los precios –clara consecuencia del dominio alemán–, la insuficiente importancia atribuida a la convergencia nominal como posible condición previa para la participación en la moneda única, junto con errores en el proceso de adaptación al nuevo contexto macroeconómico, se reveló casi mortal para algunas economías.

El caso portugués es, a este nivel, particularmente ilustrativo. Tras la entrada en la moneda única, la economía volvió a diferir significativamente en términos reales de la media europea. La disminución de las tasas de interés, fruto evidente de la convergencia nominal, indujo a todos los agentes económicos a un excesivo endeudamiento. El resultado fue un conjunto de importantes desequilibrios macroeconómicos que, en un primer momento, incentivaron los ataques especulativos a la deuda pública portuguesa y, en una segunda fase, acabaron por obligar a poner en práctica un programa de ajuste bastante restrictivo y de efectos todavía inciertos, pero con costes significativos en términos de producto y empleo.

Como ya se ha mencionado anteriormente, la parte final de los libros de Gardner tiene siempre giros sorprendentes. Por desgracia, en el caso europeo y dada la falta de líderes políticos excepcionales, que pudiesen desempeñar un papel semejante al de Perry Mason en aquellas obras, no parece que pueda esperarse un cambio importante en los próximos tiempos. Por otra parte, a pesar de algunas medidas importantes adoptadas en las recientes cumbres –como la creación del “Semestre Europeo” o el refuerzo de las medidas dirigidas a la coordinación y a la disciplina presupuestaria–, la actuación a nivel europeo se sigue caracterizando por la demora excesiva y por la escasa importancia que se atribuye a las políticas para el crecimiento y el empleo –en detrimento de las políticas de fuerte austeridad–.

En cualquier caso, es posible ofrecer algunas sugerencias para el fortalecimiento de la zona euro, especialmente en términos de su gestión económica, que puedan evitar la repetición en el futuro de situaciones como las descritas en este artículo, dando credibilidad a las expectativas de evolución estable de la zona euro y desalentando los ataques especulativos. Entre otras, las siguientes acciones se considerarán relevantes:

- Una revisión del marco relativo a la coordinación de las políticas presupuestarias nacionales, volviéndose menos burocrático y más eficaz, contribuyendo así a reducir la probabilidad de que aparezcan problemas presupuestarios y obtener un *policy mix* más adecuado al marco del área euro.
- El aumento de la vigilancia de la disciplina presupuestaria, evitando la repetición de sorpresas negativas como las ocurridas en el caso de Grecia (los sucesivos datos estadísticos demostraron ser totalmente incorrectos), y contribuir así a una mayor estabilidad de todo el área monetaria.
- Una reducción de la polaridad a favor de la estabilidad de precios y una mayor atención a las cuestiones de crecimiento económico, cuyo nivel tienen en cuenta los especuladores (y otros participantes en los mercados financieros) como im-

preescindible para el cumplimiento de las obligaciones de los países a medio y a largo plazo.

- La creación de incentivos para llevar a cabo verdaderas reformas estructurales, especialmente en los mercados de trabajo, que faciliten el funcionamiento de mecanismos de ajuste a los *shocks* económicos, en un contexto en el que no es posible hacer uso del instrumento cambiario.
- La creación de un mecanismo (limitado) de asistencia hacia los *shocks* asimétricos, reduciendo los costes asociados cuando estos se produzcan.

En cualquier caso, todo este esfuerzo difícilmente tendrá los resultados deseados si no hay mayores avances hacia una verdadera unión política europea, que disminuyan la enorme distancia entre los niveles de integración económica y de integración política. En palabras de Padoa-Schioppa (1999), el euro corresponde al extraño caso de una “*moneta senza Stato*”, en una situación que reduce claramente las posibilidades de intervención en política macroeconómica. Por lo tanto, solo la realización de una verdadera unidad política en la zona euro podrá llevar a una situación de estabilidad efectiva, requiriendo, en un primer momento, la creación de un gobierno económico europeo y, después, una eventual evolución hacia un modelo de federalismo político, en un contexto de fuerte descentralización (Alves, 2009).

BIBLIOGRAFÍA

- ALVES, R.H. (2009): *A Europa no pós-euro: desafios e respostas*. Porto: Vida Económica.
- ALVES, R.H.; AFONSO, O. (2007): “The New Stability and growth Pact: More Flexible, Less Stupid?”, *Intereconomics*, 42 (4), pp. 218-225.
- ALVES, R.H.; AFONSO, O. (2008): “Fiscal Federalism in the European Union: How Far Are We?”, en J. Ferreiro, G. Fontana y F. Serrano [ed.]: *Fiscal Policy in the EU*, pp. 6-24. Palgrave Macmillan.
- ARESTIS, P.; MCKAULEY, K.; SAWYER, M. (2001): “An Alternative Stability Pact for the European Union”, *Cambridge Journal of Economics*, 25 (1), pp. 113-130.
- BALDWIN, R.; WYPLOSZ, C. (2009): *The Economics of the European Union*. McGraw Hill.
- BARBOSA, J.R.; ALVES, R.H. (2011): “The Euro Area Ten Years After Its Creation: (Divergent) Competitiveness and the Optimum Currency Area Theory”, *Panaeconomicus*, 58 (5), (Special Issue), pp. 605-629.
- BUITER, W.; CORSETTI, G.; ROUBINI, N. (1993): “Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht”, *Economic Policy: A European Forum*, 16, pp. 58-100.
- BUKOWSKI, S. (2006): *The Maastricht Convergence Criteria and Economic Growth in the EMU*. (Quaderni del Dipartimento di Economia, Finanza e Statistica, 24/2006). Perugia: Università di Perugia, Dipartimento di Economia, Finanza e Statistica.
- BUTI, M.; SAPIR, A. (1998): *Economic Policy in EMU*. Oxford: Clarendon Press.
- CAMPOLMI, A.; FAIA, E. (2011): “Labor Market Institutions and Inflation Volatility in the Euro Area”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 35 (5), pp. 793-812.

- COMITÉ POUR L'ÉTUDE DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE (1989): *Rapport sur l'Union Économique et Monétaire dans la Communauté. (Informe Delors)*. Luxembourg: Office des Publications de la CEE.
- DE GRAUWE, P. (2009): *The Economics of Monetary Integration*. Oxford: Oxford University Press.
- EMERSON, M.; GROS, D.; ITALIANER, A.; PISANI-FERRY, J.; REICHENBACH, H. (1992): *One Market, One Money – An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press.
- EUROPEAN COUNCIL (1997): Resolution on the European Council of the Stability and Growth Pact. *Official Journal of the European Communities*, C 236/1, de 02/08/97.
- EUROPEAN COUNCIL (2005): *Presidency Conclusions, European Council Brussels*. (Concl. 1, 7619/1/05). Brussels: Council of the European Union.
- HERRMANN, S.; JOCHEM, A. (2003): “Real and Nominal Convergence in the Central and East European Accession Countries”, *Intereconomics*, 38 (6), pp. 323-327.
- KENEN, P. (1969): “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View”, en R. Mundell y A. Swoboda [ed.]: *Monetary Problems in the International Economy*, pp. 41-54. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- KRÖGER, J.; REDONNET, D. (2001): “Exchange Rate Regimes and Economic Integration: The Case of the Accession Countries”, *CESifo Forum* 2 (2), pp. 6-13.
- MARELLI, E.; SIGNORELLI, M. (2010): “Institutional, Nominal and Real Convergence in Europe”, *Banks and Bank Systems*, 5 (2), pp. 140-155.
- MCKINNON, R. (1963): “Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 53 (4), pp. 509-517.
- MONGELLI, F.P. (2008): *European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory*. (Economic Papers, 302). Brussels: European Commission, Economic and Financial Affairs, Directorate General.
- MUNDELL, R. (1961): “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 51 (4), pp. 657-665.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1999): *Moneta, commercio, istituzioni: esperienze e prospettive della costruzione europea*. (Mimeo). Trieste: Università di Trieste.
- PISANI-FERRY, J. (2004): “Reforming the SGP: Does it Matter? What Should be Done?”, en R. Liddle y M.J. Rodrigues [ed.]: *Economic Reform in Europe – Priority for the Next Five Years*. London: Policy Network.
- PORTUGAL. MEMORANDUM OF UNDERSTANDING (2011): *Portugal: Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality*. <<http://www.parlamentoglobal.pt>>.
- TREATY ON STABILITY (2012): *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*. <www.consilium.europa.eu>.
- UNIÓN EUROPEA (2010): Versiones consolidadas del Tratado de la Unión Europea y del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. *Diario Oficial de la Unión Europea*, C 83, de 30/03/10.
- WYPLOSZ, C. (2005): “Fiscal Policy: Institutions Versus Rules”, *National Institute Economic Review*, 191 (1), pp. 70-84.