

## **El euro, los eurobonos y los dilemas de las potencias emergentes**

**Rafael Calduch Cervera**

Catedrático de Relaciones Internacionales

Cuando se acaba de cumplir el tercer aniversario de la quiebra de Lehman Brothers, siguen las especulaciones financieras contra el euro, se ha producido una apreciable contracción del crecimiento económico mundial y los gobiernos de Estados Unidos y la UE, reunidos en Polonia, se empeñan en buscar una solución coyuntural a la crisis griega mientras discrepan en las medidas de política fiscal y financiera que deben adoptarse en sus respectivas economías.

Sin embargo, para tener una visión completa de la crisis económica mundial resulta imprescindible aclarar algunos hechos estructurales que habitualmente se pierden en los análisis coyunturales que vienen dominando la realidad política y mediática de estos tres últimos años:

1º.- Se trata de una crisis sistémica y por tanto afecta no sólo a la dimensión financiera (economía formal) sino también a las dimensiones productiva, comercial y de consumo (economía real) de la economía mundial.

La incorporación de las economías china y rusa al sistema capitalista han cambiado las dimensiones del mercado, los precios de los productos básicos (materias primas, recursos energéticos; materiales raros, etc.) y, lógicamente también las reglas de funcionamiento del sistema financiero y las expectativas futuras de los agentes económicos internacionales;

2º.- La creación del euro como moneda de algunos países de la UE la ha convertido también en moneda de reserva internacional debido a la posición central que algunas potencias de la zona euro ocupaban en el conjunto de la economía mundial y, especialmente, por el peso de toda la UE en el comercio internacional.

La crisis financiera no es sólo la crisis del euro sino también la crisis del dólar que ha perdido su exclusividad como instrumento mundial de pago y de reserva en favor de un sistema compartido con el euro;

3º.- El crecimiento demográfico y económico de las potencias emergentes ha acentuado la multipolaridad del sistema económico mundial y, por tanto, ha dificultado la adopción de medidas regulatorias internacionales de las nuevas condiciones del sistema económico mundial. En otras palabras, el G-20 ha desplazado al G-8 durante la última década;

4º.- La difusión social de las nuevas tecnologías de la comunicación unido a la interdependencia económica estructural entre las principales potencias mundiales ha provocado una aceleración y complejidad en la evolución de la crisis sin precedentes históricos.

La combinación de estos cuatro factores demuestran que se trata de una crisis provocada por el cambio de elementos centrales de la estructura

económica capitalista a escala mundial y, por consiguiente, su gestión impone dos tipos de medidas simultáneas: las medidas de adaptación de las economías nacionales a las nuevas realidades internacionales y, al mismo tiempo, la creación de normas e instituciones internacionales que regulen las nuevas capacidades y condiciones de producción, comercio y consumo, así como el sistema financiero que permita su desarrollo funcional.

Precisamente uno de los factores estructurales de cambio es la disponibilidad del euro como instrumento de pago nacional y regional pero también como medio de reserva de los intercambios comerciales y financieros mundiales alternativo al dólar. De acuerdo con los datos del Fondo Monetario Internacional en su [Annual Report of the Executive Board for the Financial Year \(2010\)](#), los fondos oficiales de reservas totales disponibles por los países, incluidas las reservas de oro, ascendían a 3,810 billones (en español) de *Derechos Especiales de Giro* (Special Drawing Rights).

En ese mismo informe se indicaba que a finales de 2009 el peso de las diferentes monedas nacionales en esos fondos eran del 62,2 % en dólares, el 27,3 % en dólares, el 4,3 % en libras esterlinas y el 3 % en yens japoneses. A su vez, el peso del euro como medio de reserva tampoco se reparte de un modo igualitario porque mientras las economías avanzadas acumulaban el 24,5 % de sus reservas en esta moneda, las economías emergentes y en desarrollo disponían ya de un 30,1 % en euros. (Véase [gráfico nº 1](#))

En otras palabras, la desaparición del euro o su quiebra como instrumento de pago arruinaría no sólo a los países de la zona euro sino también al resto del mundo y muy especialmente a las economías emergentes. Por el contrario su saneamiento y fortaleza permitiría el crecimiento económico europeo pero también el del resto del mundo al permitir incrementar las transacciones comerciales y las inversiones financieras a escala internacional.

Ello nos lleva a la importante cuestión de cómo sanear y fortalecer el euro, cuestión que ha sido objeto de importantes decisiones del Consejo Europeo y del Consejo de Economía y Finanzas (ECOFIN) de la UE entre 2010 y 2011. Las principales medidas han sido:

a).- La aprobación de planes excepcionales de rescate financiero para Grecia, Irlanda y Portugal acogiéndose a lo dispuesto en los arts. 122 del Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE);

b).- La aplicación del sistema de supervisión de las políticas económicas de los países miembros, léase políticas de ajuste presupuestario y saneamiento financiero, contemplado en los arts. 121 y 136 TFUE incluyendo medidas de sanción para los países que incumplan los objetivos de estabilidad;

c).- La creación de un sistema institucional y regulatorio de la banca europea integrado por la Junta Europea de Riesgos Sistémicos y las tres Comisiones Europeas de Supervisión (bancaria; de seguros y de mercados y valores);

d).- La transformación del *sistema excepcional* de ayuda financiera a los países miembros en un *sistema permanente* de ayuda financiera: el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, dotado con 700.000 millones de €, con capacidad para conceder créditos a los países miembros por un monto de 500.000 millones de €.

e).- La decisión de autorizar al Banco Central Europeo para que pueda adquirir con carácter regular deuda soberana emitida por los países miembros, con el fin de estabilizar sus tasas de interés y sus primas riesgo frente a los movimientos especulativos coyunturales en los mercados internacionales.

Junto con estas medidas europeas, los países miembros con mayores niveles de déficit público y endeudamiento (Grecia, Portugal; Irlanda; España; Italia; Bélgica) han emprendido drásticos programas de ajuste presupuestario con apreciables impactos sobre sus posibilidades de crecimiento y no menos importantes sobre las políticas de protección social y las condiciones de vida de sus clases medias.

A la vista de estos datos resultan evidentes dos conclusiones:

- Que la quiebra del euro no es un escenario probable, aunque sea posible, por los efectos de ruina que ocasionaría en la economía mundial;
- Que las autoridades europeas y nacionales de la zona euro están adoptando medidas de cambio estructural que tendrán como resultado sanear las economías de los países miembros y fortalecer financieramente esta moneda a medio plazo, es decir en torno al 2013.

Llegados a este punto, la UE y especialmente los países de la zona euro se plantean un dilema político con importantes consecuencias económicas: avanzar en la integración fiscal y financiera como fórmula para proteger el mercado interior y mejorar la posición europea en la economía mundial o mantener el grado de integración alcanzado garantizando las competencias nacionales de política fiscal y presupuestaria de los países miembros para evitar que los países endeudados o con economías estancadas perjudiquen a los países saneados y en crecimiento.

Este dilema que actualmente está en el trasfondo del debate político sobre la instauración de los *bonos europeos de deuda* o *eurobonos*, en realidad encierra un falso dilema aunque el debate que ha provocado está creando conflictos entre los gobiernos de la zona euro, alimentados por las circunstancias electorales en algunos de ellos como Alemania, y que tienen un reflejo inmediato en los mercados de valores.

Es un falso dilema porque la opción de mantener la integración alcanzada pero sin nuevas concesiones de competencias nacionales, sólo es una opción realista y sostenible a corto plazo (1 ó 2 años) pero es incompatible con las decisiones que ya se han adoptado como la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera. Por tanto, a medio plazo, la creación de eurobonos

resultará irrelevante para hacer frente a la crisis porque los países actualmente cuestionados por los mercados habrán saneado sus presupuestos, incluso recurriendo a las ayudas financieras europeas que en buena medida habrán aportado Alemania y Francia, entre otros. Por otro lado, la aplicación efectiva de una medida como la creación de los eurobonos resulta imposible realizarla en un período inferior a 1 ó 2 años si realmente se quiere que sea una medida duradera.

En resumen, para hacer frente a las actuales turbulencias especuladoras de los mercados es imposible disponer de los eurobonos y para cuando podamos disponer de ellos ya habremos saneado y fortalecido el euro lo suficiente para que puedan resultar útiles con vistas a futuras crisis y, desde luego, como una importante contribución al posicionamiento económico y financiero mundial del euro durante la próxima década.

En estas condiciones Alemania, al igual que el resto de los países de la zona euro, carece de opciones reales a la obligación de contribuir institucional y financieramente a la consolidación del euro porque su propio crecimiento económico y estabilidad financiera depende de ello. Lo quiera o no reconocer públicamente, la canciller Merkel sabe que no puede permitir la quiebra de Grecia o su salida del euro porque sería un golpe de gracia para la moneda única y para la economía de su propio país. Sin embargo, por la misma razón no ve la necesidad de perjudicarse electoralmente más de lo estrictamente imprescindible apoyando las reclamaciones de eurobonos que formulan los gobiernos de algunos países con problemas como España o Italia, si sabe que esta medida sólo resultara eficaz de cara al futuro y no al momento presente.

Pero como decíamos, el problema del saneamiento y fortalecimiento del euro no es sólo un problema europeo, al igual que ocurre con el dólar es también un problema de la economía mundial. En efecto, según las [declaraciones del Banco Central de Rusia a la Agencia Novosti](#) en Mayo de 2011 disponía del 41 % de sus reservas en euros. Por su parte China que ha visto crecer espectacularmente sus reservas en los últimos 6 años (véase [gráfico nº 2](#)) ha acumulado la casi totalidad de éstas en dólares viéndose directamente afectada por la pérdida experimentada en el tipo de cambio del billete verde respecto del euro. (Véase [tabla nº 1](#))

Ambos países se han visto obligados a redefinir sus políticas monetarias y los criterios que habían utilizado durante la última década en la determinación de sus reservas oficiales. En efecto, Rusia está diversificando la composición de sus reservas a favor de otras monedas como el yuan, el dólar australiano o el canadiense, sabiendo que esta diversidad en la composición de sus reservas está limitada a corto plazo por el hecho de que su principal cliente y proveedor comercial es la UE y, por tanto, el euro debe seguir siendo una moneda básica en sus reservas.

Por su parte China ha encontrado serias dificultades para seguir manteniendo su política de revaluación artificial del yuan como medio para estimular el

crecimiento a través de sus exportaciones conteniendo los riesgos de inflación interna, ya que ello le vincula monetariamente cada vez más al dólar y, por tanto, a la economía y el sistema financiero de Estados Unidos sometidos a una grave crisis. Como alternativa está contemplando diversificar sus reservas adquiriendo euros, pero semejante reordenación monetaria no puede realizarla directamente en los mercados internacionales sin contribuir a la devaluación del dólar respecto del euro, lo que perjudica el valor de sus reservas, ni tampoco a través del comercio con la UE cuyo crecimiento se ha visto ralentizado por la crisis económica en Europa.

La opción que han adoptado las autoridades de Beijing ha sido la de adquirir con sus excedentes de dólares aunque de forma limitada deuda soberana de países de la zona euro que, obviamente, será saldada en su momento en euros al mismo tiempo que trata de alcanzar ventajas arancelarias para sus productos en el mercado europeo. (véase [Expansión 15/09/2011](#))

En ambos casos, Rusia y China, la conclusión resulta evidente: no pueden asumir una quiebra del euro a corto plazo y, por tanto, adoptarán aquellas medidas de apoyo financiero que permitan a los países de la zona euro reordenar sus finanzas a medio plazo ya que de ello depende la oportunidad de recuperar el crecimiento económico estable a escala mundial que tanto Moscú como Beijing necesitan para garantizar su propia prosperidad y, en último extremo, su estabilidad política interior.

### **Conclusiones:**

1ª.- La crisis que está experimentado la economía mundial es consecuencia de los cambios decisivos que se han producido en su estructura durante la última década, lo que implica que el proceso de adaptación de las economías nacionales o regionales se realizará en un período no menor de 5 años.

2ª.- El euro se ha convertido en un instrumento de pago y de reserva a escala mundial lo que está obligando a acelerar el proceso de saneamiento y fortaleza como condición necesaria para garantizar la recuperación económica y financiera de Europa y el resto del mundo.

3ª.- Las medidas que se están adoptando en la zona euro darán resultados tangibles en los próximos dos años, período en el que los movimientos especulativos contra el euro continuarán aunque el resto de las potencias económicas mundiales impedirán su quiebra porque entrañaría una ruina de la economía global.

4ª.- El debate sobre la necesidad de los eurobonos es un falso debate en los términos en los que se ha planteado. A corto plazo, menos de un año, son inviables y a medio plazo servirán para reforzar la posición económica y financiera de la zona euro pero no para salir de la crisis que ya estará encauzada. Por otro lado, los países miembros de la eurozona, incluidos Francia y Alemania, no tienen alternativas reales a seguir aportando las ayudas

financieras a Grecia, Portugal e Irlanda y, al mismo tiempo, reforzar el mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera.

5ª.- Las potencias emergentes como Rusia y China deberán a medio plazo consolidar sus reservas monetarias en un sistema mixto de dólares y euros por lo que la estabilidad financiera de la eurozona constituye uno de sus objetivos macroeconómicos ineludibles, lo que les obliga a contribuir a la estabilidad de la moneda europea a corto plazo.

**Gráfico nº 1**

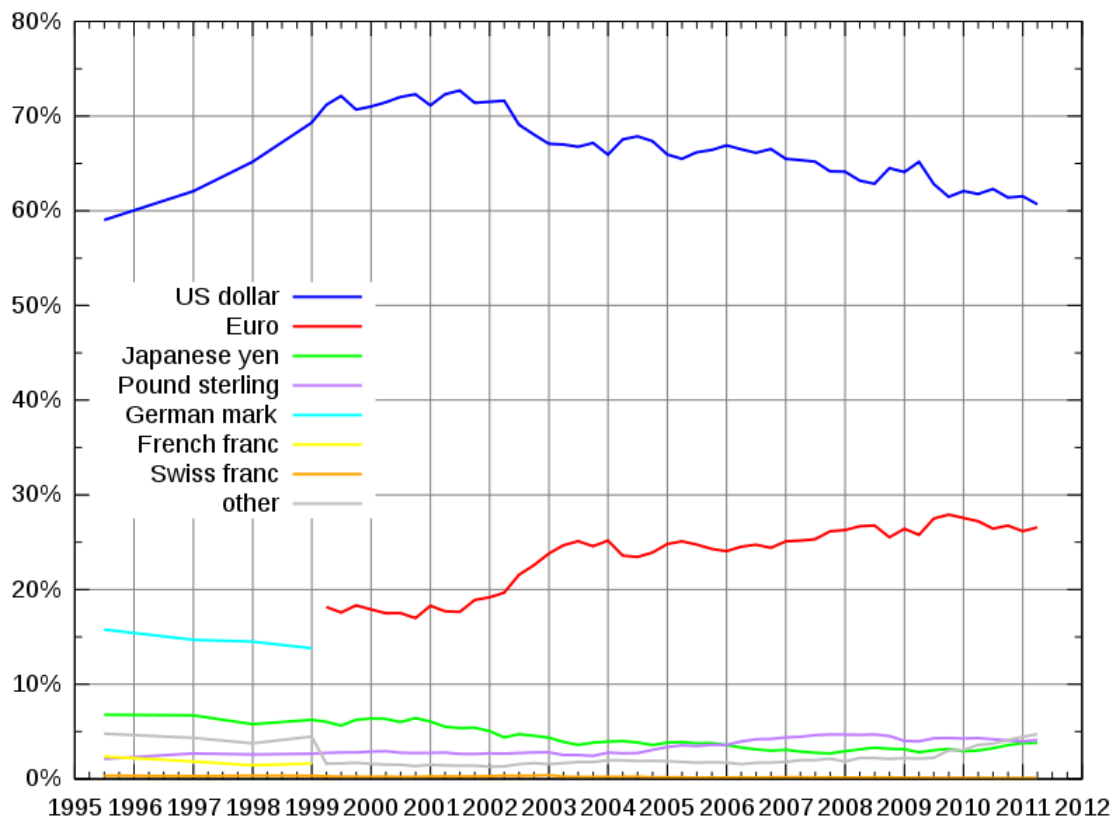
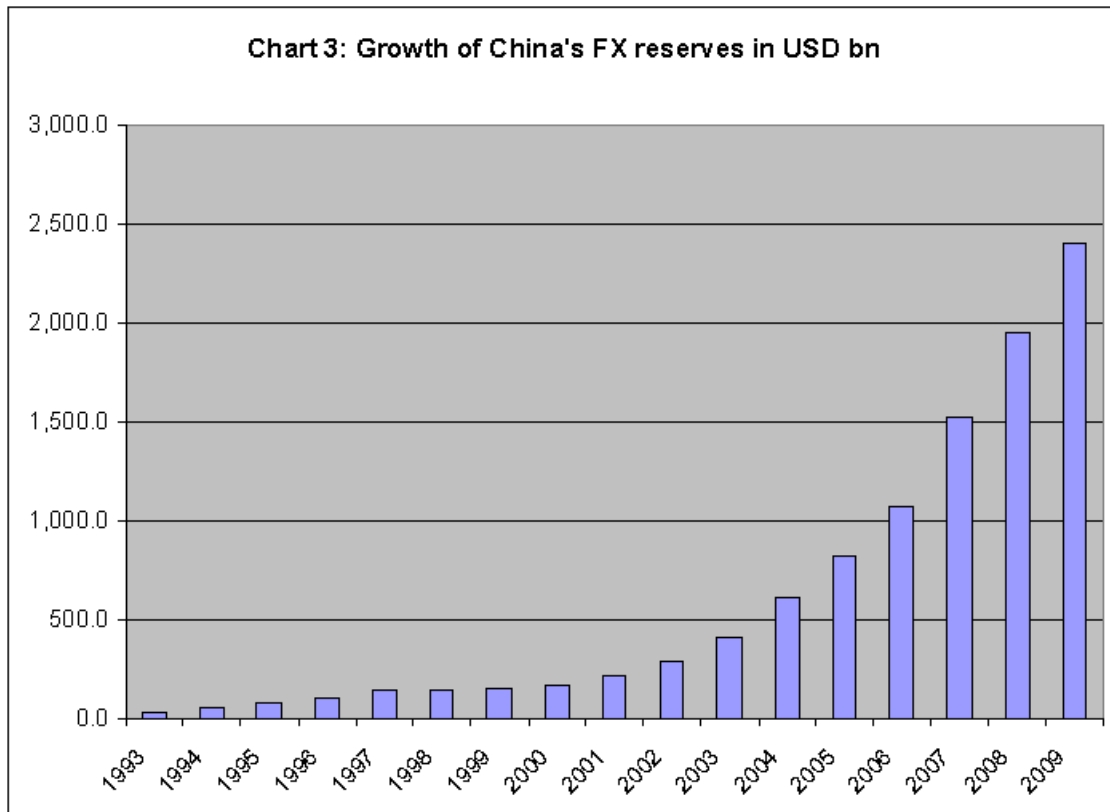


Gráfico nº 2



Fuente: State Administration of Foreign Exchange- China [Economic Papers 421 \(2010\)](#)

Tabla nº 1

Euro per U.S. dollar 1999–2010				
Year	Highest ↑		Lowest ↓	
	Date	Rate	Date	Rate
1999	03 Dec	€0.9985	05 Jan	€0.8482
2000	26 Oct	€1.2118	06 Jan	€0.9626
2001	06 Jul	€1.1927	05 Jan	€1.0477
2002	28 Jan	€1.1658	31 Dec	€0.9536
2003	08 Jan	€0.9637	31 Dec	€0.7918
2004	14 May	€0.8473	28 Dec	€0.7335
2005	15 Nov	€0.8571	03 Jan	€0.7404
2006	02 Jan	€0.8456	05 Dec	€0.7501
2007	12 Jan	€0.7756	27 Nov	€0.6723
2008	27 Oct	€0.8026	15 Jul	€0.6254
2009	04 Mar	€0.7965	03 Dec	€0.6614
2010	08 Jun	€0.8374	13 Jan	€0.6867
2011*	10 Jan	€0.7750	21 Apr	€0.6857

\*Through 21 April 2011 Source: [Euro exchange rates in USD, ECB](#)