
Integració monetària

PID_00245555

Joan Tugores Ques

Temps mínim de dedicació recomanat: 5 hores



Índex

Introducció	5
Objectius	7
1. Integració monetària	9
2. El camí cap a la integració monetària a Europa	12
3. El debat sobre la moneda única	18
4. One Money, One Market	20
5. Trets específics de l'euro: prioritat de l'estabilitat de preus...	23
6. Diferencials de preus i les seves implicacions	26
6.1. Efectes sobre l'assignació de recursos	29
6.2. Efectes procíclics de la política monetària	31
7. Política monetària i polítiques fiscals	33
8. Àrees Monetàries Òptimes: implicacions	36
8.1. <i>Shocks</i> asimètrics	36
8.2. Paper dels <i>shocks</i> asimètrics	37
8.3. Fragmentació financera a la zona euro	39
9. Mecanismes alternatius als ajustaments canviaris	41
9.1. Devaluacions internes	42
9.2. Mecanisme "residual"	43
10. El futur de l'euro	44
Resum	46
Activitats	49
Exercicis d'autoavaluació	49
Solucionari	52
Glossari	53

Referències.....	54
-------------------------	-----------

Introducció

La integració monetària és el procés mitjançant el qual diversos països substitueixen una pluralitat de monedes nacionals per una moneda compartida. Com en el cas de la integració a Europa, es pot tractar d'una moneda nova, l'euro. Això implica que els guanys d'eficiència derivats de tenir una moneda més àmplia i eventualment més sòlida s'han de posar en un plat de la balança per a comparar-los, i a l'altre plat, els problemes que es deriven del fet que els països que participen a la integració monetària deixen de tenir una política monetària i canviària pròpia –ja no tenen una moneda que poden gestionar de forma independent.

Renunciar a una moneda nacional pròpia és especialment delicat. La moneda ha estat típicament un dels ingredients de sobirania, juntament amb un poder judicial, militar i policial. D'aquesta evidència se'n desprenen algunes implicacions bàsiques que cal tenir presents. La primera, la dificultat política més gran per a avançar en les integracions monetàries i en les integracions comercials. Quan es parla d'acords comercials regionals es discuteix –veure l'assignatura d'Economia internacional: comerç– sobre la proliferació d'aquests acords regionals, que han assolit en l'actualitat xifres que es compten per centenars, segons les dades de l'Organització Mundial de Comerç. En canvi els processos d'integració monetària són molt escassos, essent l'experiència europea la més rellevant.

Una segona implicació és que el fort component de sobirania que tenen els temes de moneda converteix en especialment delicades les situacions en què conviu la integració monetària amb la manca d'integració política, que és la situació en què s'ha trobat la Unió Econòmica i Monetària –nom oficial de la zona euro– des del seu inici, el 1999.

En aquest mòdul s'exposen els trets més importants dels processos d'integració monetària per a anar ràpidament a l'experiència més important de l'euro, tant per afectar-nos directament com per la seva significació a escala internacional. S'analitzen els antecedents històrics de la moneda única, des del primer projecte del *Pla Werner* de 1969 fins el *succedani* del Sistema Monetari Europeu entre 1979 i 1998. Es debaten els arguments sobre els avantatges i inconvenients de compartir moneda, les especificitats de la integració monetària a Europa i es destaquen els aspectes en què els esdeveniments des de la posada en marxa de l'euro han mostrat dinàmiques que no van ser previstes o que no han funcionat com s'esperava. Les dificultats a Europa arran de la crisi financera de 2008 agreujada per la crisi del deute a partir de 2010 han fet aparèixer dubtes i recels que cal gestionar.

Els dos primers apartats plantegen aspectes generals dels processos d'integració monetària i el camí cap a la moneda única a Europa. En el 3 es sistematitzen els arguments en el debat sobre la integració monetària. L'apartat 4 recapitula alguns dels motius pels quals podria ser adient complementar un mercat únic amb una moneda única. Els dos apartats següents analitzen dos trets específics establerts en el Tractat de Maastricht sobre la gestió de la moneda europea: la prioritat de l'estabilitat de preus i els problemes associats amb la inflació (apartat 6) i a l'apartat 7 les implicacions de la integració monetària sobre els marges de maniobra de les polítiques fiscals als estats membres de la zona euro. L'apartat 8 planteja els arguments de l'enfocament de les *àrees monetàries òptimes*. En el 9 es debat el punt molt important de quins altres mecanismes poden substituir les tasques d'ajustament que feien els tipus de canvi entre països europeus. Finalment, l'apartat 10 debat els problemes de present i les perspectives de futur de la integració monetària a Europa.

Objectius

Els objectius que l'alumne ha d'haver aconseguit una vegada estudiats els materials didàctics d'aquest mòdul són els següents:

1. Constatar les dimensions econòmiques i polítiques dels processos d'integració monetària.
2. Conèixer el camí recorregut per la Unió Europea per tal de complementar la integració comercial amb la integració monetària.
3. Avaluar els costos i beneficis de compartir moneda.
4. Conèixer les raons per les quals pot ser adient complementar un mercat integrat amb una integració monetària.
5. Avaluar les implicacions de la prioritat assignada a l'estabilitat de preus en el Tractat de Maastricht.
6. Discutir els efectes dels diferencials d'inflació apareguts a la zona euro i les seves implicacions.
7. Analitzar les implicacions de la integració monetària per a les polítiques fiscals dels estats membres.
8. Conèixer els principals arguments en el debat sobre àrees monetàries òptimes i la seva aplicació a Europa.
9. Avaluar de manera especial els costos que representa la renúncia dels països participants en la integració monetària a la seva pròpia política monetària i de tipus de canvi, i com poden ser "substituïdes" aquestes polítiques per altres mecanismes.
10. Assenyalar els problemes de present i de futur de la integració monetària europea.

1. Integració monetària

En la tipologia de la integració regional les formes més bàsiques, com les zones de lliure comerç i les unions duaneres, es referien essencialment als aspectes comercials. Avançar en la integració requereix afrontar altres aspectes. Entre aquests aspectes, els que fan referència a les finances i a les monedes (que impliquen les polítiques financeres, monetàries i canviàries) apareixen amb entitat pròpia, juntament amb les polítiques pressupostàries i fiscals. La Unió Econòmica i Monetària significa avançar definitivament en la integració; queda per davant en teoria només la unió política, si bé els condicionants recíprocs són, com veurem, molt importants.

La integració comercial i la monetària són doncs, en cert sentit, dues vessants d'un procés més general d'integració econòmica. Però quan es constata la gran diferència entre l'elevat nombre d'acords comercials regionals vigents –tal com es va veure a l'assignatura sobre comerç internacional– que ha portat a parlar de *proliferació*, i per contra el reduït nombre de processos d'integració monetària en marxa, emergeix una diferència rellevant: el contingut polític de la integració monetària és molt més profund que el dels acords comercials regionals. Renunciar a la moneda pròpia per a passar a compartir una moneda és políticament més delicat que eliminar aranzels o d'altres mesures comercials als socis comercials. Aquesta dimensió política de la integració monetària apareixerà en diverses ocasions com a factor explicatiu d'algunes de les especificitats i problemes de la posada en marxa i gestió de la zona euro.

Onze dels països de la UE –Alemanya, França, Itàlia, Espanya, Bèlgica, Països Baixos, Luxemburg, Àustria, Finlàndia, Irlanda i Portugal– van adoptar l'any 1999 l'euro com a moneda oficial, amb posteriors incorporacions –Grècia, Eslovènia, Xipre, Malta, Eslovàquia, Estònia, Letònia i Lituània– que han elevat fins a dinou (a principis de 2017) els estats membres de la zona euro. A més, altres petits països –Andorra, Mònaco, San Marino i Ciutat del Vaticà– tenen acords per a fer servir l'euro, i Kosovo i Montenegro l'han adoptat unilateralment com a moneda oficial.

Es pot afirmar que la construcció d'una àrea econòmica unificada o integrada té en l'adopció d'una moneda única un dels seus trets emblemàtics. Afectaria la mateixa consideració de les transaccions internes a la Unió com a internacionals; és ben conegut que allò que diferencia les transaccions nacionals de les internacionals és que les primeres havien de superar unes "fronteres" (que a la fase de mercat únic se suposa que han desaparegut, parlant en termes econòmics) i que implicaven monedes diferents, tret que desapareix entre agents (consumidors, empreses) de diferents països que pertanyin a la Unió.

La Unió Monetària comporta elements de caràcter polític lligats a la sobirania, que la converteixen en un tema delicat. Històricament, és cert que la progressiva ampliació dels mercats va fer que les monedes locals anessin donant pas a monedes de difusió àmplia, però també és cert que un suport polític va ser vital per a aquests processos d'integració.

De fet, en les unificacions alemanya i italiana del segle XIX la integració monetària no va culminar fins que es va haver assolit la unió política. En el cas alemany, des de l'eliminació de les duanes interiors o *Zollverein*, el 1834, van passar algunes dècades fins que es va produir la unió política (amb motiu de la victòria davant de França el 1871); després que el 1875 es constituís el Reichsbank, va entrar en vigor la moneda única, el *Reichsmark*, a la primavera de 1876. En la reunificació alemanya de 1990 es van donar a la pràctica conjuntament.

Als Estats Units, des del final de la Guerra de la Independència el 1781, coexistien tretze monedes noves (una a cadascun dels tretze estats inicials), i encara que totes es denominaven lliura, *de facto* fluctuaven davant de l'esterlina i entre elles. El caos fou suficient perquè l'article I de la Constitució conferís al Congrés la potestat de crear una moneda única, tal com va fer immediatament després de ratificar-se la Constitució. També la voluntat política fou aquí essencial.

Actualment el principal debat sobre la integració monetària és el que es refereix al procés d'unió econòmica i monetària a la UE. Jurídicament la UEM és una peça essencial (*la peça essencial*) del Tractat de Maastricht, pel qual s'hauria de constituir una Unió Europea que afegiria al mercat comú precisament una unió econòmica i monetària i altres polítiques o accions comunes (com explica la redacció que el Tractat va donar en l'article 2 del Tractat de Roma).

Encara que el Tractat de Maastricht es va presentar com un acord que anava més lluny de la integració monetària, s'ha de reconèixer que la UE no ha avançat tant en la integració política com en la integració monetària. Aquest tret diferencia el camí europeu dels precedents esmenats de la posada en marxa de la moneda alemanya en el segle XIX i del dòlar als Estats Units a finals del segle XVIII. Els europeus hem *desafiat* doncs, en cert sentit, les pautes històriques, fent una integració monetària sense esperar haver fet la política. Alguns diuen que aquest seria el *peccat original* –*original sin*, en l'expressió anglesa– de l'euro, font d'algunes dificultats.

Aquesta singularitat de l'experiència de la integració monetària a Europa es va plantejar en el seu moment com una reticència d'alguns sectors a engegar la moneda única. La rèplica que es va donar va ser que quelcom tan quotidià i tan important a la vida de la ciutadania com la moneda podia contribuir a generar un sentit més gran de pertànyer a un projecte europeu compartit, contribuint a catalitzar un sentit de ciutadania europea compartida, esdevenint la mone-

da un senyal d'identitat compartida. L'èxit al respecte no ha estat prou gran. L'intent d'aprovar el 2004-2005 una constitució europea per a aprofundir en la integració política va fracassar. I amb l'esclat de la crisi financera el 2008 i especialment amb la crisi del deute a Europa a partir de 2010 van reaparèixer recels i retrets entre els socis europeus que no estan essent fàcils de superar.

Separats per una moneda comuna?

La integració monetària volia ser una eina especialment potent per a avançar en el llarg procés d'integració europea. Però les asimetries que es van generar a principis del segle XXI i que inicialment van ser infravalorades, van portar després de la crisi financera de 2008 i de la crisi del deute més específicament europea de 2010 a una contraposició de plantejaments i interessos. La dualitat entre països amb superàvit i amb dèficit exterior, entre països creditors i deutors, va conduir a un retorn de retrets i recels que van començar a erosionar la percepció d'estar a un projecte compartit integrador. La moneda comuna que havia de servir per a unir, semblava que esdevenia en certa mesura una font de divisions. A alguns països es va començar a plantejar fins i tot una sortida de la zona euro. També és cert, com analitzarem més endavant, que les dificultats que van sorgir han servit per a posar en marxa algunes mesures addicionals a la integració monetària –com ara les passes cap a una integració bancària i algunes mesures de coordinació i supervisió fiscal– l'efectivitat de les quals caldrà veure, ja que no estan exemptes de dificultats polítiques. Com hem indicat, de nou ens trobem amb el “pecat original” de la integració monetària, d'haver començat sense una paral·lela integració política.

2. El camí cap a la integració monetària a Europa

Dins de l'agenda de la integració europea, el debat sobre la conveniència o la necessitat de la unificació monetària, entesa com l'avenç cap a una moneda única, amb un sistema monetari i financer integrat, va figurar com un tema obert. Un primer pla de la Comissió Europea per a la unió monetària data del 1962: encara que dels seus projectes només en va cristal·litzar un l'any 1964: el Comitè de Governadors de Bancs Centrals, que no va tenir un paper significatiu fins a la dècada següent.

El 1968 es va acabar, en un clima d'optimisme i amb dos anys d'avanç, la formació del que tècnicament era un mercat comú (eliminació d'aranzels interiors i adopció d'un aranzel exterior comú). Però, en el transcurs de l'any 1969, els reajustaments del franc francès l'agost i del marc alemany l'octubre, es van fer tal com estipulava el sistema de Bretton Woods, consultant el país implicat al Fons Monetari Internacional, però sense que en cada cas la resta de socis tinguessin participació ni opinió. Es palesava la fragilitat d'una unificació comercial a l'interior de la qual la persistència d'una pluralitat de monedes possibilitava que les devaluacions/revaluacions alteressin la competitivitat dels productes d'uns socis comercials davant d'altres, **sense consultes multilaterals**.

Com a resposta, l'Informe Werner (1970) sobre la Unió Econòmica Monetària plantejava ja el trànsit cap a una moneda única, articulant tres fases que prefiguraven l'Informe Delors de 1989:

- **coordinació i concertació** de polítiques econòmiques nacionals (inclouent-hi consultes entre els membres abans de negociar amb l'FMI);
- **posada en marxa d'institucions monetàries comunes** i harmonització de polítiques a mitjà termini;
- **trànsit a uns tipus de canvi permanentment fixos** o la moneda única, que en un excés de voluntarisme es considerava assequible en una dècada, és a dir, cap al 1980.

Hi havia, tanmateix, una diferència important entre l'informe Werner i l'Informe Delors de 1989. En el primer, la liberalització total dels moviments de capital es deixava per a la tercera etapa, mentre que el Pla Delors l'imposava des de la primera fase del procés. Aquesta diferència pel que fa a la seqüència temporal acabaria tenint rellevància.



Jacques Delors

Les difícils circumstàncies dels anys setanta (ruptura del sistema monetari internacional de Bretton Woods sorgit el 1944, flotació de les principals monedes a partir de 1973, poc després la convulsió del primer xoc del petroli i, *last but not least*, el desconcert i l'heterogeneïtat per part dels països sobre la manera més adient de respondre a aquestes pertorbacions) van impedir que es tirés endavant aquest projecte.



El 1973 esclata la crisi del petroli

Però hi van quedar suggerides les línies de progrés:

- Una **reducció dels marges de variabilitat** dels tipus de canvi intracomunitaris, per a arribar a una eventual fixació irrevocable, tècnicament similar a una moneda única.
- Un **sistema financer amb lliure circulació de capitals** i prestació de serveis financers, cosa que requeria una homogeneïtzació de les legislacions nacionals en matèria bancària, creditícia i financera.

Avançar en aquestes línies implicava reduir la capacitat de maniobra de les autoritats nacionals, ja que afectava instruments com el control de la política monetària i de tipus de canvi. La política monetària, en sentit ampli, afectava la creació de diner, concessió de crèdit, tipus d'interès i mecanismes de finançament del sector públic. Hem de ser conscients del principi que els tipus de canvi fixos impliquen una restricció externa, i avançar cap a la fixació implica acceptar de manera creixent aquesta restricció.

Tipus de canvi

El fet de poder emprar el tipus de canvi significava, en principi, la possibilitat d'influir sobre la competitivitat dels productes nacionals (mitjançant depreciacions), i sobre l'atractiu/cost relatiu dels actius/passius emesos en moneda nacional.

Exemple

De l'experiència dels anys setanta, que va conduir al fracàs de les previsions Werner, podem aprendre les dificultats de mantenir una zona d'estabilitat monetària i canviària quan l'entorn internacional és turbulent, però sobretot les dificultats que els mateixos europeus afegeixen quan la resposta dels diversos estats als problemes mundials és dispar i insolidària. Algunes de les dificultats recents ens retrotrauen a d'altres moments en què la resposta a dificultats no ha estat veritablement europea sinó basada en els interessos més específics i a curt termini de cada país.

Cap al 1978, semblava que els països industrialitzats reconeixien la insuficiència de mesures unilaterals per a reaccionar davant les crisis internacionals. La cimera de Bonn va ser un intent de coordinació internacional entre els Estats Units, Europa i el Japó. El sistema monetari europeu va ser una resposta franco-alemanya per a mirar de crear una zona d'estabilitat monetària i canviària a Europa. En totes dues iniciatives, Helmut Schmidt hi va tenir un paper destacat. En la creació de l'SME, Valéry Giscard d'Estaing va ser el seu decidit *partenaire*. Les bones intencions de la cimera de Bonn s'esfondraven, amb els canvis d'orientació dels vents de la política econòmica: la tendència a opcions de caràcter antiinflacionista en països importants –als Estats Units (Paul Vocker a la Reserva Federal i l'equip de Reagan a la Casa Blanca), al Regne Unit (amb l'arribada de Margaret Thatcher al poder) i la creixent influència del Bundesbank a la República Federal d'Alemanya. Una sort semblant a la de la cooperació dissenyada a la cimera de Bonn era el que s'augurava al sistema monetari europeu o, en tot cas, no gaire millor que la de la serp monetària. Encara que des de 1992 es parla del seu enfonsament, ha tingut una vida més llarga que no s'esperava.



Schmidt i Giscard es van implicar en un veritable esforç de coordinació

L'SME va ser un conjunt de regles, la part més important del qual era el mecanisme d'intervenció de canvis (ERM, en sigles angleses), que implica l'adopció de compromisos per part dels respectius països de mantenir les seves monedes en una banda d'amplitud generalment determinada (fins a l'agost de 1993) del $\pm 2,25\%$, però que per a algunes monedes, inicialment la lira italiana, i entre juny de 1989 i juliol de 1993 la pesseta, podia ser del $\pm 6\%$, entorn d'uns tipus de canvi centrals de referència que configuren una graella de paritats, les alteracions de les quals es denominen "realineaments" i són efectuades multilateralment, a diferència del que succeïa a Bretton Woods.

Per a avaluar el funcionament del sistema monetari europeu es poden utilitzar diversos criteris. Per exemple, la seva contribució a la reducció i homogeneïtzació de la inflació i els tipus d'interès entre els seus membres. Quan es va iniciar el 1979, la taxa d'inflació a Alemanya era del 2,7%, mentre que a Itàlia pujava al 12,1% (de fet aquestes divergències eren a la base d'algunes prediccions pessimistes sobre l'SME). En els anys següents, la inflació mitjana es va reduir (del 6% a poc més del 2% l'any 1987) i les divergències també, però a més es van reduir entre els països industrialitzats que no pertanyien a l'SME, de manera que la responsabilitat especial de l'SME no està clara. O si ha ajudat a configurar Europa com a zona d'estabilitat monetària, tal com sembla que van pensar els seus dissenyadors. O almenys si ha constituït un mecanisme en el si del qual els europeus hem anat aprenent a prendre en comú decisions sobre matèries monetàries i canviàries, com suggeria una concepció més instrumentalista de l'SME.

L'ecu

Per a portar la comptabilitat de les institucions europees, i servir de pal de paller del Sistema Monetari Europeu, es va posar en marxa l'ECU com a cistell de monedes dels països participants. El mateix nom d'ecu reflecteix un compromís típic en les negociacions comunitàries. Pels britànics, ECU eren les inicials d'*European Currency Unit*; pels francesos, la denominació ret homenatge a l'ecu ("escut").

Del funcionament del sistema monetari europeu se n'han efectuat diverses interpretacions, que es poden resumir en els tres punts següents:

1) Instrumentalista: com a forma de coordinació davant de perturbacions o xocs procedents de la resta del món. L'estabilitat relativa dels tipus de canvi intraeuropeus seria preferible a uns tipus de canvi flexibles que induïssin cada país a donar la seva pròpia resposta a aquestes perturbacions.

Per exemple: alteracions en el preu del petroli, canvis en la política econòmica dels Estats Units, etc.

2) Credibilitat: la falta de credibilitat eleva el cost social de la **desinflació**. Com es pot evitar això? Manllevant la credibilitat de qui la tingui. En el cas de l'SME, implicaria assumir l'orientació de la política monetària alemanya. Aquest és l'anomenat argument de l'"**avantatge de lligar-se les mans**"; si la falta de credibilitat procedís de la disposició a cedir en política monetària, el govern del país (Itàlia, per exemple) "es lligaria les mans" en política monetària, i se supeditaria a la del Bundesbank.

Suposem un país amb problemes d'inflació que decideix dur a terme una política contractora antiinflacionista. Els agents econòmics i socials sospiten que el compromís del govern no és gaire ferm, ja que s'espantarà davant de les dificultats o pressions (associades a les primeres dificultats o costos socials d'aquesta política), és a dir, la política antiinflacionista del govern té una manca de credibilitat. Per això els empresaris i sindicats segueixen negociant increments salarials i ignoren les previsions oficials, i si el govern insisteix efectivament a baixar la inflació pot haver d'incórrer en una recessió amb un cost social molt important.

3) Disciplina: la pertinença a l'SME reduiria les temptacions d'adoptar polítiques antiinflacionistes perquè el seu cost ara seria més elevat. Amb tipus fixos, una elevació de preus nacionals genera una pèrdua de competitivitat, i aquesta és la penalització que els tipus fixos afegeixen als països inflacionistes. En el cas de l'SME, en què els realineaments han estat més o menys freqüents segons les èpoques, aquesta penalització seria efectiva si en aquests realineaments els països antiinflacionistes veiessin les seves monedes depreciades però menys que el diferencial d'inflació.



A finals dels anys setanta i principis dels vuitanta, Helmut Kohl i Margaret Thatcher arribaven al poder.

En tot cas, cal diferenciar tres etapes en el funcionament del sistema monetari europeu: una primera etapa, 1979-1987, amb realineaments freqüents (el del gener de 1987 va ser l'onzè); una segona etapa, entre 1987 i mitjan 1992, sense realineaments (excepte un minireajustament coincidint amb el pas de la lira italiana a la banda estreta del 2,25%), i una tercera etapa, a partir de l'estiu de 1992, amb turbulències: la "tempesta monetària europea".

Tipus de canvi

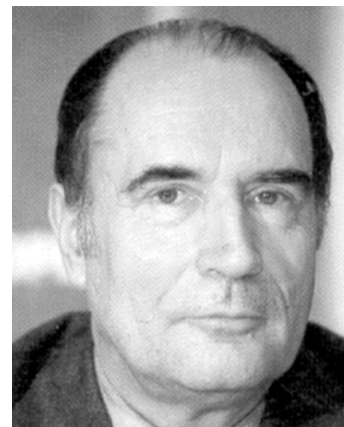
D'aquesta manera els tipus de canvi constituïrien un mecanisme de coordinació visible, que evitaria les respostes d'empobrir el veí que s'associen als tipus flexibles.

En la primera etapa, a la vegada, hi ha una primera fase fins al 1983, en què es produeix *de facto* la contraposició, gairebé la polarització, entre una estratègia antiinflacionista, de *hard money*, representada pel marc alemany, i una altra de *soft money* associada al franc francès, cadascuna amb partidaris en el si de l'SME. El seu moment àlgid s'associa a la contraposició entre la disciplina monetària del Bundesbank i la política expansiva del primer govern del president francès Mitterrand. Les tensions es resolen a favor de la primera opció, i el franc francès accepta un canvi d'estratègia en la línia de **solidesa antiinflacionista**.

Entre el 1983 i el 1986, la freqüència dels realineaments disminueix a una mitjana d'un per any. El marc alemany assumeix decididament el paper central, i l'opció d'una política antiinflacionista es generalitza.

Per als qui identificaven la consecució de la zona d'estabilitat monetària i canviària que pretenia ser l'SME amb la menor freqüència dels realineaments, no solament millorava l'èxit del sistema, sinó que es podia mirar de fer un pas qualitatiu. A principis de 1987 es plasma el compromís polític (no jurídic) d'evitar al màxim els realineaments. Això sembla tenir èxit, en el sentit que entre 1987 i mitjan 1992 l'SME no experimenta alteracions a les paritats centrals (excepte l'associada al pas de la lira italiana a la banda estreta) i a més s'integren en el mecanisme de canvis de l'SME la pesseta (juny de 1989), la lira esterlina (octubre de 1989) i l'escut portuguès (abril de 1992).

Sens dubte, l'estabilitat contribueix a la certesa de les transaccions dins de l'SME, però també propicia alguns mecanismes perversos. La convicció de no-realineaments podria facilitar a un país amb problemes de competitivitat o inflació, i com a conseqüència d'això, amb dèficits comercials, un finançament d'aquests dèficits mitjançant entrades de capitals atrets per uns tipus d'interès elevats. En condicions normals, la sospita de devaluacions frenaria aquestes entrades de capitals, però la convicció que no hi hauria realineaments acaba anestesiant les tendències per a corregir uns dèficits comercials molt elevats, fins que era massa tard, com després hem vist. Atès el pes dels factors financers, per sobre dels comercials en els mercats de divises, resultava fins i tot que els països més febles tenien les monedes més apreciades dins de l'SME.



François Mitterrand

Tot això va desembocar l'estiu de 1992 en les "**tempestes monetàries**" de l'SME, amb la sortida del mecanisme de canvis de la lira esterlina i la lira italiana i les devaluacions de la pesseta el setembre i novembre de 1992, i el maig de 1993, i finalment l'ampliació espectacular, l'agost de 1993, de les bandes de fluctuació fins al $\pm 15\%$, que posa en dubte la pròpia noció de "zona d'estabilitat monetària i canviària".

A què cal atribuir aquests esdeveniments? Hi ha raons tècniques i polítiques interrelacionades que explicarien aquest fet. D'una banda, la liberalització dels moviments de capitals fa més difícil als bancs centrals enfrontar-se a les "opinions" (sinó "sentiments") dels operadors internacionals (a vegades qualificats amb menyspreu d'especuladors quan les seves opinions no coincideixen amb les preferències dels governants) sobre els valors sostenibles de les divises de l'SME.

A la pràctica, els realineaments periòdics eren una de les vàlvules d'escapament de l'SME, la possibilitat a la qual acudien els països amb dificultats o pitjors resultats. Mirar de prescindir-ne des de 1987 va ser com obturar els conductes de respiració d'un edifici (o del Metro). L'altra vàlvula de seguretat eren les limitacions als moviments de capital. Els controls de capital permetien guanyar temps i aïllar-se parcialment en països amb dificultats.

Controls de capital

França, Itàlia i l'Estat espanyol van fer servir els controls de capital en bastants moments durant els anys vuitanta.

I va resultar, com ja hem assenyalat, que entre les mesures associades a la primera etapa de la Unió Monetària, segons l'Informe Delors, hi havia la liberalització dels moviments de capital, en principi l'1 de juliol de 1991 (l'Estat espanyol tenia un termini addicional que s'acabava el 1992, si bé el Govern va avançar la liberalització el febrer d'aquest any). L'SME havia estat privat dels seus mecanismes de seguretat i va veure el futur compromès.

La seva vida fins a l'arribada de la "Tercera Fase" de la Unió Econòmica –la implantació efectiva de l'euro el gener de 1999– va ser d'una supervivència tensa, facilitada per la gegantina ampliació de les bandes de fluctuació fins a una amplitud del 30% el 1993.

Finalment, els dubtes sobre la solidesa o fragilitat econòmica-financera van ser superats per la ferma voluntat política de posar en marxa la moneda comuna a la zona euro. Així com a l'any 1969, com ja hem vist, va mancar un veritable compromís polític per a portar endavant el Pla Werner, en el segon intent sí que hi va haver aquesta fermesa política i l'1 de gener de 1999 naixia l'euro.

3. El debat sobre la moneda única

En els apartats següents es sistematitzen els principals arguments del debat sobre els avantatges i inconvenients de substituir una pluralitat de monedes per una moneda única. A efectes pedagògics s'agrupen les argumentacions en tres famílies:

1) D'una banda, les raons que es donen en favor de complementar un mercat únic amb una moneda única. Van ser sistematitzades a l'edició d'octubre de 1990 de la publicació de la Comissió Europea *European Economy* a un volum monogràfic que portava precisament per títol *One Market, One Money*, i com a subtítol “una avaluació dels potencials beneficis i costos de formar una unió econòmica i monetària”. En l'apartat 4 resumirem els arguments en termes de guanys d'eficiència així com el debat sobre la dimensió internacional de la moneda europea.

2) D'altra banda, el Tractat de Maastricht no es va limitar a disposar la posada en marxa d'una moneda única a la zona euro, sinó que, per les raons que comentarem, va establir unes directrius específiques en alguns aspectes importants: singularment, va establir com a prioritat de la política monetària comuna l'estabilitat de preus (situant aquest objectiu a un lloc preeminent per sobre de d'altres objectius habituals de les polítiques econòmiques), i a més es van introduir un conjunt de disposicions sobre els marges de maniobra en política fiscal i financera de les administracions públiques, totes elles en sentit restrictiu, de manera que les noves realitats monetàries han incidit sobre les regles fiscals a la zona euro. Aquestes implicacions fiscals van ser desenvolupades pel Pacte d'Estabilitat i Creixement el 1997 i, ja després de la crisi que va portar a incomplir les limitacions establertes, a noves normes restrictives especialment dels dèficits públics i a procediments de supervisió de les polítiques fiscals i econòmiques.

3) Un altre conjunt d'arguments són els relacionats amb els enfocaments de les anomenades àrees monetàries òptimes (*optimum currency areas*). Es tracta de plantejaments per a avaluar quines característiques hauria de complir un territori per tal que en el seu interior sigui més convenient disposar d'una moneda única en lloc de disposar d'una moneda específica cada part del territori. Van sorgir inicialment –a finals dels anys cinquanta i principis dels seixanta– a Canadà, per a valorar si l'increment dels fluxos comercials amb els Estats Units feia convenient compartir una moneda (almenys entre les parts d'ambdós països amb més intensitat comercial) encara que es va abandonar ràpidament el debat. El tema es va recuperar quan a Europa es va començar a parlar de la integració monetària, plantejant-se la qüestió de si la UE –o si més no els països de la zona euro– complien o no els requisits per a ser una *àrea monetària òptima*. El principal autor de l'onada inicial de debats sobre aquesta qüestió, el cana-

denc Robert Mundell, que va ser guardonat amb el Premi Nobel d'Economia el 1999, l'any del llançament de l'euro: les aportacions de Mundell han estat més que notables –inclòs el model Mundell-Fleming, de referència en l'anàlisi de les polítiques macroeconòmiques en economies obertes, però es va voler reconèixer el paper de les seves aportacions com a fonament intel·lectual de les valoracions sobre la integració monetària que va tenir en la posada en marxa de l'euro, el 1999, una fita molt rellevant.

4. One Money, One Market

Li convé a un mercat integrat disposar d'una moneda comuna? És un tema de necessitat o de conveniència? Quins són els guanys d'eficiència que es poden assolir més plenament amb una moneda compartida? Aquestes són algunes de les preguntes que hi ha darrere dels debats sobre els avantatges i eventuais inconvenients de complementar la integració comercial amb la moneda única. Destacarem alguns dels arguments.

a) Eliminar riscos de devaluacions competitives. Un mercat únic té com a regla bàsica la competència lleial i oberta entre els productes procedents dels diferents països que hi participen, *sense discriminacions per l'origen nacional dels productes*. Aquest darrer tret es veu en entredit si els productes de cada país s'expressen en la seva moneda nacional i les fluctuacions entre aquestes corren el risc de ser interpretades com unes devaluacions competitives per a d'altres països. Ja vam veure en el mòdul "Tipus de canvi i interdependències" com les acusacions de manipulacions dels tipus de canvi com a eina per a guanyar competitivitat uns països a expenses dels altres havien enverinat en diferents moments les relacions econòmiques internacionals, i a l'interior de la Unió Europea aquestes friccions han anat sorgint periòdicament, amb moments de tensió el 1969 i algunes fases del SME. Una moneda única, com ja va concloure l'Informe Werner, és la forma més radical d'eliminar les devaluacions competitives encara que, com ja vam comentar en el mòdul "Tipus de canvi i interdependències" (i tornarem sobre aquesta qüestió en l'apartat 9 d'aquest mòdul) això també elimina una eina d'ajustament –la dels tipus de canvi intraeuropeus– que havia estat utilitzada amb freqüència.

b) Eliminar costos de transacció. Les transaccions internacionals que impliquen una pluralitat de monedes tenen uns costos associats que inclouen ítems com comissions bancàries per canvi de moneda, esforços de previsió sobre fluctuacions dels tipus de canvi per a avaluar els millors moments per fer els canvis de moneda, eventuais cobertures de riscos de fluctuacions dels tipus de canvi, etc., i totes les despeses en termes de temps i de recursos humans destinats a aquestes tasques. Una moneda única simplifica tot això, eliminant doncs els anomenats *costos de transacció* associats. Aquests costos a eliminar són especialment importants si afecten a una part substancial del comerç exterior dels països implicats, com és el cas dels estats membres de la zona euro que tenen prop del 60% del seu comerç amb d'altres membres de l'àrea de l'euro.

De forma mediàtica, en el moment del llançament de l'euro es va donar publicitat àmpliament a la simulació de fer un viatge per tots els països que conformarien inicialment la zona euro quan encara tenien cadascun la seva pròpia moneda. Només amb els costos i comissions de canvis de monedes, sense cap consum addicional, un recorregut per tot els països, fent canvis de moneda a cada frontera, suposaria un percentatge molt elevat de la quantitat disponible pel viatge. Eliminar aquestes comissions i altres costos de transacció suposaria doncs uns guanys d'eficiència significatius.

c) **Reduir costos d'informació.** A l'escenari de mercat únic però encara sense una moneda única, els ciutadans de la UE tenien dret a comprar a qualsevol proveïdor de la UE sense cap discriminació, aranzel o similar. Però si exercia aquest dret i demanava informació sobre preus a diferents oferents de diversos països es trobaria amb un ventall de propostes comercials cadascuna expressada en una moneda nacional diferent. Detectar la més favorable requeriria unes conversions a una mateixa moneda que fes comparables les opcions. Òbviament poder disposar de tots els preus en una mateixa moneda fa molt més transparent el mercat interior, reduint considerablement els *costos d'informació* per part dels potencial compradors.

d) **Estimular el comerç intraeurozona: efecte Rose.** Una de les expectatives sobre els efectes de la moneda única es referia a un increment notable del comerç intraeuropeu, en part com a resultat dels guanys d'eficiència que acabem d'esmentar. Un mercat interior *lubrificat* per una moneda única que eliminés els costos de transacció, les incerteses sobre fluctuacions canviàries, etc. tindria més facilitats per a desenvolupar-se. Va tenir certa repercussió un estudi d'Andrew Rose sobre l'estímul que suposa pels fluxos comercials compartir la moneda, amb unes previsions inicials molt importants.

Les dades posteriors han modulats l'optimisme dels càlculs de Rose però les estimacions ja amb dades reals se situen en nivells destacats (entre el 5 i el 20% d'increments segons els àmbits). Però més enllà de les dades quantitatives es posa en relleu que les facilitats més grans per a transaccions comercials van ser especialment significatives per a petites i mitjanes empreses que, abans de la moneda única, es podien veure desincentivades a entrar en unes transaccions que implicaven les complexitats i incerteses d'operatives en una pluralitat de monedes. Les empreses més grans tenien més recursos per a fer front als costos addicionals de la multiplicitat de monedes, però algunes de menor dimensió es podien veure *dissuadides*: ara, amb les més grans certes de la moneda única es veurien animades a treure profit de les possibilitats del mercat integrat. L'anomenat *marge extensiu* del comerç exterior –implicar a més empreses en les activitats d'internacionalització, i no només incrementar el comerç dels que ja estaven a l'experiència internacional– es veuria doncs especialment afavorit per la integració monetària.

e) **Convertir l'euro com a moneda de referència internacional.** Una de les esperances que va generar l'euro en alguns cercles va ser l'expectativa que la moneda europea podria assolir un paper destacat com a moneda de referència internacional, compartint amb el dòlar aquest paper o, fins i tot, en els plantejaments més optimistes, arribant a superar-lo. Es podia argumentar que el dèficit exterior en alça dels Estats Units afeblia la posició central de la seva divisa en el sistema monetari internacional, assolida –rellevant a la lliure esterlina– entre els anys 1920 i 1940. També es va apel·lar que el potencial econòmic i comercial d'una Europa que tenia llavors una posició propera a l'equilibri en els seus comptes exteriors, convertia a l'euro en un sòlid candidat a compartir o rellevar al dòlar. L'euro ha assolit posicions significatives però no ha arribat a

equiparar-se amb el dòlar en dimensions com, per exemple, la seva presència a les reserves internacionals de molts països, ni a la fixació en euros de preus de matèries primeres o, com a cas més emblemàtic, el petroli. Entre les explicacions d'aquestes *expectatives incomplertes* destaca la manca d'unitat política. És ben conegut què hi ha políticament darrere del dòlar, però la manca de concreció de la integració europea en les dimensions addicionals a la monetària va diluir en cert sentit la candidatura internacional de l'euro. La famosa pregunta que va fer el secretari d'estat dels Estats Units Henry Kissinger sobre, en cas d'urgència, *quin era el número de telèfon d'Europa?* reflecteix aquesta indefinició, un vessant important de l'anomenat *peccat original* de l'euro de no haver estat acompanyat per una més profunda integració política.

5. Trets específics de l'euro: prioritat de l'estabilitat de preus

Un dels trets més destacats del Tractat de Maastricht va ser la clara explicitació que “l'objectiu principal del sistema europeu de bancs centrals era mantenir l'estabilitat de preus” (article 105 de la redacció original, posteriorment article 127 del text consolidat dels tractats). S'afegia que es donaria suport als altres objectius generals de la UE –entre ells la plena ocupació i un creixement econòmic equilibrat– però sempre “sense perjudici” d'aquest mandat.

Pot cridar l'atenció aquesta rotunditat en la formulació de les prioritats de la política monetària de l'euro. Altres normes semblants d'altres bancs centrals tenen plantejaments més oberts. Així la llei de la Reserva Federal dels Estats Units fa una més simètrica referència als objectius de màxima ocupació, preus estables i tipus d'interès moderats a llarg termini.

El plantejament del Tractat de Maastricht, establint una clara asimetria entre l'objectiu d'estabilitat de preus i els altres que habitualment es postulen com a finalitats generals de les polítiques econòmiques, com reduir l'atur o impulsar el creixement econòmic, va ser objecte de debat en el seu moment. Per alguns, aquesta prioritització deixava en segon terme altres objectius com els esmentats que es poden valorar tan importants (o fins i tot més) que l'estabilitat de preus. Però per d'altres enfocaments a les economies de mercat l'objectiu de l'estabilitat de preus té una naturalesa diferent, prèvia a l'assoliment de les altres finalitats: aquesta argumentació destaca que les economies de mercats funcionen mitjançant les respostes de milions d'actors econòmics (consumidors, empreses, etc.) als “senyals” que transmeten els preus. Variacions en els preus transmeten informacions i incentius per a prendre decisions sobre què convé més adquirir, sobre què és més rendible produir, etc. I, es diu, un bon funcionament de les economies de mercat requereix la fiabilitat en aquests senyals, que cal protegir enfront de les distorsions que generarien processos inflacionistes més o menys desordenats. Per això, s'argumenta, estaria justificada la prioritització de l'estabilitat de preus.

Senyals dels preus i telecomunicacions

De vegades es fa una analogia entre la importància d'un bon funcionament dels senyals dels preus i la qualitat dels senyals que permeten les comunicacions per telèfons mòbils (o altres senyals com les emissores de ràdio o de televisió): un funcionament distorsionat d'aquestes dificulta rebre les informacions que necessitem per a prendre decisions correctes (per exemple, a quina hora i a on hem quedat amb els amics). D'una forma similar un mal funcionament del sistema de preus portaria a disfuncions en l'assignació dels recursos per part dels actors econòmics.

Independentment de les opinions en disputa, és prou coneguda la raó principal per la qual es va introduir la prioritat de l'estabilitat de preus a les normes de funcionament de l'euro. Va ser el recel d'Alemanya a les inflacions, deriva-

da de l'experiència traumàtica de la hiperinflació que es va produir a aquest país (i a d'altres veïns com Hongria) al final de la Primera Guerra Mundial, entre 1921 i 1924. Es va tractar d'un dels processos inflacionistes més grans de la història. Els preus es van multiplicar per 15 el segon semestre de 1922, per accelerar-se exponencialment l'any següent. El dòlar va passar de costar 90 marcs alemanys a principis de 1921 a més de 4 bilions (sic) a finals de 1923. L'adaptació de la societat a aquesta dinàmica va ser molt complicada, afectant els valors dels actius, salaris i deutes, provocant canvis socials i polítics importants. Entre els orígens del problema cal incloure les excessives reparacions imposades a Alemanya pel Tractat de Versalles que va posar fi a la Primera Guerra Mundial. I entre les conseqüències, el malestar social, l'empobriment d'amplis sectors, i una situació que acabaria portant Hitler al poder.

Aquesta convulsa experiència va vacunar els alemanys contra les derives inflacionistes. El Bundesbank –banc central alemany– va assumir, abans de la posada en marxa de l'euro, la responsabilitat de mantenir el valor del marc alemany i el seu èmfasi en la disciplina antiinflacionista va esdevenir proverbial. Molta gent, de dins i fora d'Alemanya, va atribuir una part de la prosperitat alemanya posterior a la Segona Guerra Mundial a l'estabilitat monetària assolida. Per això quan es va començar a parlar de la integració monetària europea, algunes veus van expressar la seva preocupació que un òrgan de direcció de la política monetària europea compartit amb d'altres països que no havien tingut tan bons registres en el control de la inflació pogués afeblir la disciplina alemanya. Per tant, va esdevenir per aquest país una condició essencial introduir al Tractat de Maastricht la clàusula que garantís un compromís del Banc Central Europeu amb l'estabilitat de preus jurídicament tan sòlid com el que havia tingut el Bundesbank. De fet el BCE ha mantingut des dels seus inicis una deliberada voluntat de demostrar que era capaç de mantenir un compromís antiinflacionista almenys tan ferm com el Bundesbank. Bona part dels seus comunicats i documents insisteixen en recordar-ho.

Però també s'han produït algunes mostres de pragmatisme. La definició oficial del que cal entendre per “estabilitat de preus” va ser inicialment (una decisió presa a finals de 1998, just abans de la posada en marxa de l'euro) la d'un creixement anual de l'índex harmonitzat de preus al consum (IHPC) pel conjunt de la zona euro per sota del 2% anual. Posteriorment, el maig de 2003, el Consell de Govern del BCE, en un context en què es parlava de certs riscos de deflació, va clarificar que la noció d'estabilitat de preus es referia a mantenir a mitjà termini la taxa d'inflació per sota, però *propera*, al 2%. Aquesta precisió ha guanyat importància des de la crisi financera de 2008, i en especial amb l'addicional crisi del deute a Europa des de 2010, quan les tensions deflacionistes van tornar a passar a primer terme. Inflacions per sota de l'1% entre 2013 i 2016, i fins i tot negatives en alguns mesos com els primers de 2016, van fer que els temors a la deflació tornessin a estar presents. El compromís del BCE amb una taxa d'inflació per sota però *propera* al 2% ha servit per a

intentar legitimar les polítiques monetàries expansives, en alguns casos mitjançant mesures que alguns consideraven que vorejaven les normes del Tractat de Maastricht.

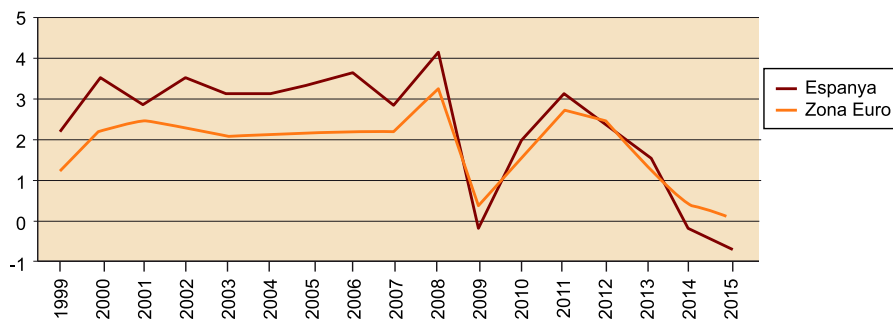
6. Diferencials de preus i les seves implicacions

Mentre que en els primers anys de l'euro la principal referència als temes d'inflació es referia a si la disciplina antiinflacionista era efectivament un compromís rigorosament assumit, ben aviat va aparèixer un nou front que, en bona mesura, era inesperat. Es tracta dels anomenats diferencials d'inflació, les divergències entre les taxes d'inflació entre els diferents països de la zona euro.

És cert que entre els territoris que comparteixen una moneda la inflació pot presentar algunes discrepàncies, com entre els estats dels Estats Units o, també abans de l'euro, entre les comunitats autònomes espanyoles o entre els Lander alemanys. Però en general es tracta de diferències petites i sovint transitòries. Però els diferencials que es constaten des de principis del segle XXI entre els països membres de la zona euro van ser de més magnitud i persistència que les divergències regionals. Es podrà argumentar que abans de l'euro aquestes discrepàncies eren freqüents, però precisament una de les raons dels reajustos de les paritats entre les monedes europees era corregir les divergències de competitivitat que aquests diferencials provocaven.

Amb la posada en marxa de l'euro s'esperava que, en termes generals i a mitjà termini, una moneda única i una política monetària comuna gestionada per un mateix banc central europeu portaria a una taxa d'inflació bàsicament també única a la zona euro, amb només mínimes i transitòries divergències entre territoris. Però aviat la quantia i durada dels diferencials van superar aquestes expectatives optimistes, per a esdevenir un problema. La figura 1 mostra l'evolució comparada de la inflació –mesurada per l'índex harmonitzat de preus al consum– entre Espanya i la mitjana de la zona euro. Des de la posada en marxa de l'euro fins a la crisi, el diferencial advers per a Espanya (inflació més elevada) va ser sistemàtic i persistent.

Figura 1. Diferencial d'inflació entre Espanya i la mitjana de la zona euro



Comparació de les taxes de variacions interanuals dels índexs harmonitzats de preus al consum.

Com ja vam indicar en el mòdul "Tipus de canvi i interdependències", amb una moneda compartida, els diferencials d'inflació generaven divergències de competitivitat via preus que no es podien corregir pel mecanisme tradicional

de devaluacions/revaluacions. Inicialment es van donar algunes explicacions *benignes*, entre elles que els diferencials d'inflació responien a una tendència a igualar els preus dins de la zona euro partint de nivells inferiors als països del Sud d'Europa, la qual cosa portaria a uns creixements inicials més grans a aquests països. També es va apel·lar a l'anomenat efecte Balassa-Samuelson, invocat per a explicar que el ràpid creixement de Japó entre els anys 1970 i 1980 portés a elevats preus sense efectes negatius sobre la competitivitat: per a desenvolupar això es va argumentar que els preus més elevats eren uns *efectes col·laterals no gaire preocupants* d'una millor evolució de la productivitat. Però en el cas dels diferencials d'inflació entre els països europeus els que tenien una inflació més elevada eren en general els del Sud, com Espanya, amb un creixement més elevat del PIB però no de la productivitat, la qual cosa feia inaplicable aquesta interpretació benigna.

La interpretació alternativa va anar guanyant pes: els diferencials d'inflació eren una font d'asimetries en l'evolució de la competitivitat: el països amb més inflació anaven perdent competitivitat, mentre que els que més conteni- en les tensions inflacionistes en guanyarien. I com que ja no es disposa dels mecanismes de reajustament dels tipus de canvi entre els països de la zona euro, aquestes asimetries en competitivitat s'anaven acumulant, generant primer l'aparició i després l'amplificació dels dèficits a la balança de pagaments d'uns països i de superàvits als altres, donant lloc als anomenats –en un cridaner joc de paraules– *desequilibris externs interns* a l'eurozona.

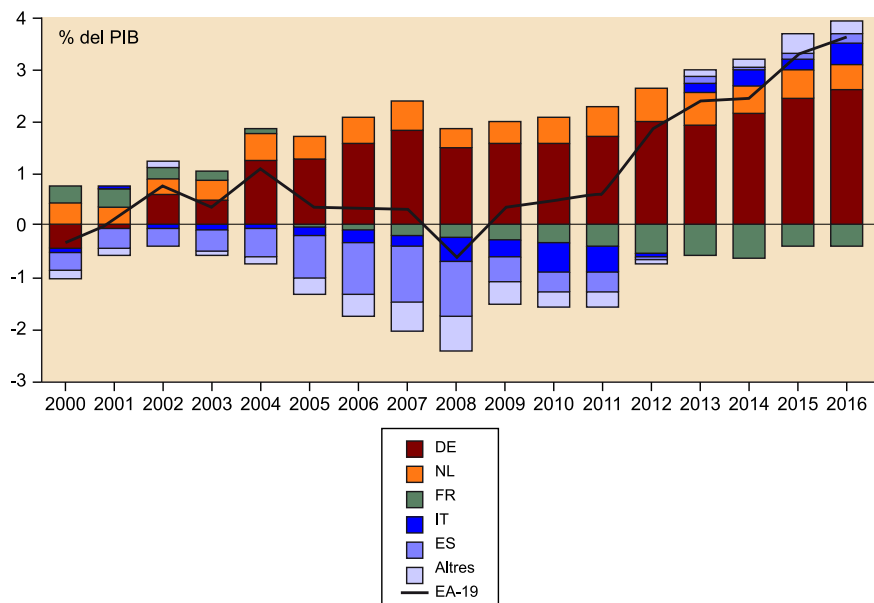
La figura 2 mostra l'evolució dels saldos de les balances per compte corrent dels principals països de la zona euro des de l'any 2000. En els primers anys del segle es va anar produint una creixent asimetria, amb grans superàvits sobretot d'Alemanya però també dels Països Baixos, i grans dèficits dels països del Sud d'Europa, amb Itàlia i Espanya en posicions destacades en els valors absoluts dels dèficits però amb dades per a Grècia i Portugal preocupants en comparació als respectius PIB. El 2006-2007 els desequilibris acumulats ja eren molt grans, i amb la crisi global de 2008, accentuada a Europa el 2010, els països superavitaris van imposar als deficitaris uns severos ajustaments. Com també es destaca a la figura 2, un tret important i debatut dels ajustos va ser la seva asimetria: els països amb dèficits es van veure “pressionats” de manera efectiva per a reduir els saldos negatius –també hi van contribuir les mesures contractives que van haver d'adoptar, i que van reduir molt les seves importacions– mentre que els països amb superàvits no van canviar d'estratègia. El resultat va ser que el conjunt de la zona euro va passar de posicions agregades –la línia negra a la gràfica– properes a l'equilibri durant la primera dècada del segle XXI a posicions superavitàries importants a la segona dècada.

Nota

Quan a partir de 2011 es va implementar el procediment de desequilibris macroeconòmics – (MIP en sigles angleses) que es comenta més endavant– per tal de monitoritzar de forma inicialment preventiva que tornessin a aparèixer problemes a la UE, un dels indicadors de desequilibris va ser els saldos exteriors. Es va fixar un senyal d'alarma per a quan el dèficit de la balança per compte corrent d'un país excedís del 4% del PIB. Però hi va haver molta discussió sobre si un superàvit gran era també un senyal d'atenció a

supervisar. Els països superavitaris ho rebutjaven i els deficitaris argumentaven que els superàvits dels uns són l'altra cara de la moneda dels dèficits d'altres. Al final es va establir un senyal d'atenció per a quan el superàvit superés el 6% del PIB.

Figura 2. Saldos de les balances per compte corrent d'alguns països de la zona euro



Font: Comissió Europea, Informe mecanisme d'alerta 2017, novembre de 2016.

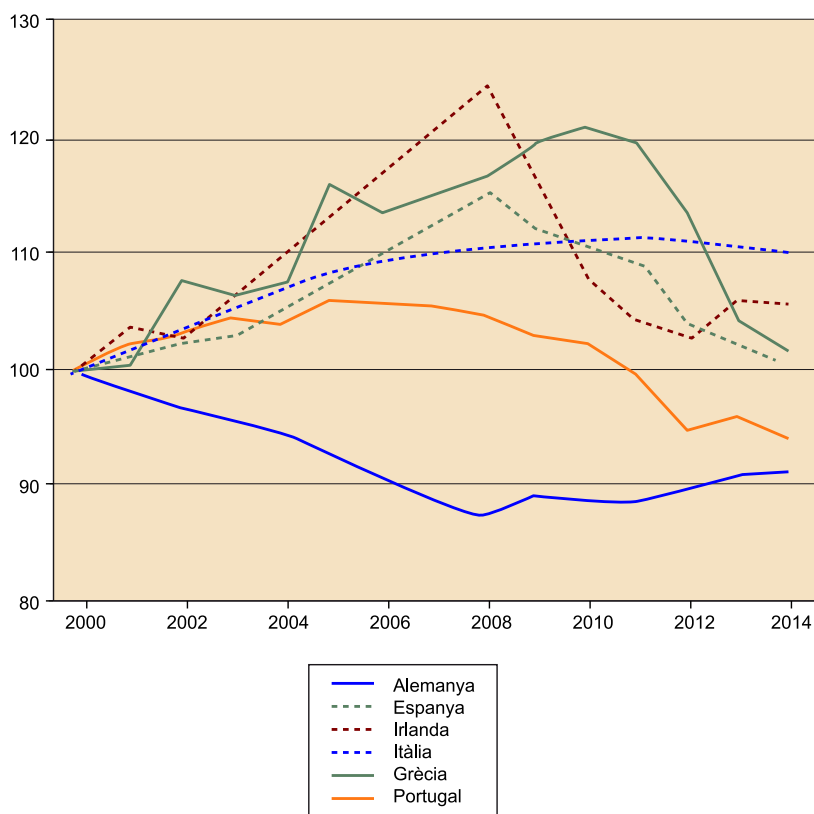
Divergències en competitivitat a la zona euro

Com es va veure a l'assignatura *Economia internacional: comerç*, una de les formes de mesurar la competitivitat via preus més rellevants és el seguiment de l'evolució dels costos laborals unitaris (CLU), definits com la ràtio entre els costos laborals (salari, cotitzacions a la seguretat social, etc.) i la productivitat del treball. El missatge principal d'aquest indicador és que un país es pot "permetre" pujades de costos sense deteriorar la seva competitivitat sempre que aquestes tinguin el suport de millores en la productivitat. I en canvi, perden competitivitat els països que experimenten augments de costos no prou recolzats per millores en la productivitat.

Com mostra la figura 3, des de l'inici de l'euro es va produir una evolució força heterogènia dels CLU entre els membres de l'Eurozona, amb augments importants en els primers anys del segle XXI (fins a la crisi de 2008) als països del Sud d'Europa i Irlanda, mentre que milloraven a Alemanya. El primer grup de països van perdre doncs, competitivitat, mentre Alemanya en guanyava, i aquest va ser un dels factors que va generar els desequilibris externs ja comentats. Després de la crisi, Irlanda i les economies del Sud van haver de prendre camins de recuperació de competitivitat via millores en els CLU, amb ajustos socialment delicats en salaris, entre d'altres mecanismes, com es detalla en l'apartat 9 quan explicarem les anomenades devaluacions internes.

Com vam indicar en el mòdul "Tipus de canvi i interdependències, si països que comparteixen una moneda –i, per tant, no poden modificar els tipus de canvi nominals entre ells– experimenten diferents ritmes d'evolució dels preus o costos, sí que estan exposats a variacions en els tipus de canvi reals entre ells.

Figura 3. Costos laborals unitaris: evolució a diferents països de la zona euro (índex 100 a cada país per la dada de l'any 2000)



Font: FMI, Informe sobre l'àrea de l'euro, 2015.

6.1. Efectes sobre l'assignació de recursos

Altres problemes més de fons que va experimentar l'economia europea també es relacionen amb els diferencials d'inflació. Un dels més importants van ser els incentius a alguns països, principalment del Sud d'Europa, a una assignació ineficient dels recursos, tant dels propis com dels que arribaven mitjançant el finançament dels dèficits exteriors dels països afectats.

El quadre 1 mostra el comportament diferent entre els sectors *traded* i *non-traded* d'una economia europea amb una alta inflació. Al sector *traded* –béns que són objecte de competència internacional i als quals, per tant, els fabricants nacionals no poden carregar preus més alts que la competència si no volen quedar sense clients– els augments de preus són simplement els que permet l'evolució dels preus mundials, 2% a l'exemple. En canvi, on sí hi ha marge per a pressions inflacionistes diferencials és al sector *non-traded* (no-comercials o intercambiables) als quals la competència internacional és menys rellevant, sia per tractar-se de béns que no es poden desplaçar –com el sector immobiliari i de l'habitatge– sia per estar molt regulats pels respectius governs, o sia perquè es tracta de serveis que requereixen ser prestats de forma propera al client final. En aquests àmbits, als països amb dinàmiques inflacionistes, amb una elevada demanda, etc., els preus poden pujar de forma més notable (8% a l'exemple). Atès que els índexs de preus utilitzats per a revisar els salaris inclou

tant productes *traded* com *non-traded*, els costos salarials (que suposem representatius del conjunt dels costos de producció) pujaran una xifra intermèdia, per exemple el 5%, com mostra l'exemple.

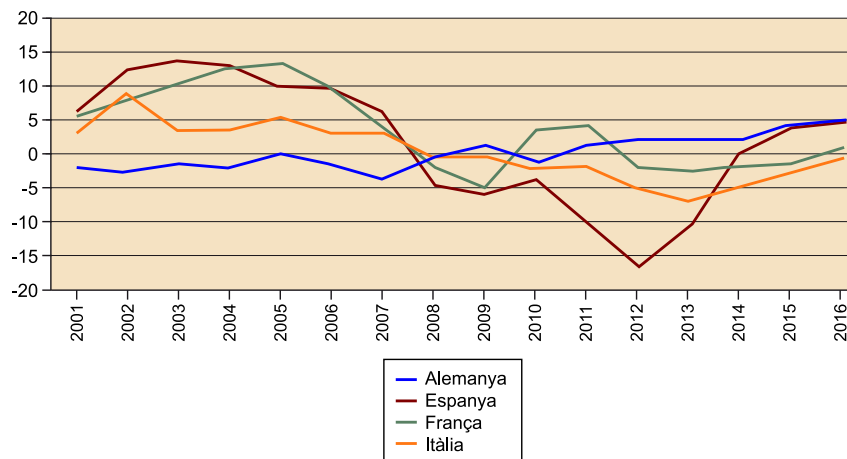
El resultat és significatiu: als sectors *traded* els preus pugen menys que els costos, comprimint els marges de benefici i comprometent la rendibilitat de les inversions a aquests sectors. En canvi als *non-traded* passa justament el contrari, amb augments dels marges de beneficis i rendibilitat. Els incentius a invertir augmenten doncs als *non-traded*, en detriment dels *traded*. Els recursos tendiran a desinvertir-se dels *traded* i buscar millors rendibilitat als *non-traded*. Un cas clar és el d'Espanya abans de 2008 en què s'obtenien beneficis al sector immobiliari i altres *non-traded* mentre que apostar pel sector manufacturer i exportador es trobava amb dificultats importants. Els incentius a assignar recursos no anava cap als àmbits més importants per a una competitivitat i modernització sostenibles, sinó ben al contrari, es primaven sectors que requerien menys qualificació i amb una baixa pensió comparativa a la innovació.

Quadre 1. Inflació dual i assignació de recursos

	Augment dels preus	Augments dels costos (salaris)	Rendibilitat	Assignació de recursos
Sectors <i>traded</i>	2	5	A la baixa	A la baixa
Sectors <i>non-traded</i>	8	5	A l'alça	A l'alça

Un dels indicadors que fa servir el procediment de desequilibris macroeconòmics, PDM/MIP, de la UE, ja esmentat en dos mòduls anteriors, és precisament l'evolució del preu de l'habitatge, identificat en el camí cap a la crisi com un símptoma dels desajustos que s'estan comentant. El llindar a partir del qual s'activa el senyal d'alarma és d'un augment anual del 6%, un límit que Espanya hauria superat (d'estar vigent llavors el MIP) entre 2001 i 2007. El 2005 uns altres quinze estats membres de la UE també superaven el valor de referència. La figura 4 mostra l'evolució de l'indicador des de la posada en marxa de la moneda única europea. A més dels augments en els anys previs a la crisi d'alguns països també es mostra el moviment en sentit oposat des de 2009 a Espanya, que estaria donant lloc a distints ascensos més recentment, mostrant una dinàmica de *pèndol* que origina algunes preocupacions.

Figura 4. Taxes de variació dels preus de l'habitatge a diversos països de la zona euro



Font: Elaborat a partir de dades de l'Eurostat (12 d'abril de 2017).

6.2. Efectes procíclics de la política monetària

Una altra disfunció important va ser la que l'economista britànic Alan Walters va advertir, abans de posar-se en marxa l'euro, que es podia produir, i sobre la qual va insistir Blanchard poc després del llançament de l'euro. Es tracta de com la combinació de la "política monetària única" + "diferencials d'inflació" podia comportar efectes contraproductius a la política monetària europea, que accentuessin els cicles en lloc de suavitzar-los.

El quadre 2 mostra un exemple, basat en la situació a la zona euro entre 2002-2004. Llavors alguns països, entre ells Alemanya, tenien una situació delicada, vorejant una recessió (que els va portar a reformes importants, que després han considerat que havien d'assumir també altres països europeus en posteriors moments de dificultats). Per contra, d'altres com els de Sud d'Europa, estaven en una expansió de certa importància.

Com mostra el quadre 2, als països en expansió, que en part per això tenien també una inflació més a l'alça, els tipus d'interès de la política monetària comuna es traduïen en tipus d'interès reals –que són els tipus d'interès una vegada descomptada la inflació, i que són els que compten per a prendre decisions financeres– molt baixos: 0,5 a l'exemple, i fins i tot negatius en alguns moments de la realitat. Aquest "diner barat" accentuava els incentius a endeutar-se, agreujant la fase ja expansiva del cicle. En canvi als països en recessió, els **mateixos tipus d'interès nominals** es traduïen, donada la baixa inflació, en uns tipus reals més elevats que complicaven reactivar les inversions i el consum finançat. El resultat era que cada grup de països es trobava amb uns efectes derivats de la mateixa política monetària però de signe contrari a cada país i, el que era pitjor, de signe oposat al que seria desitjable per a contribuir a l'estabilitat del cicle: els tipus d'interès reals actuaven de manera procíclica, agreujant, en lloc de corregint, les fluctuacions en marxa.

Quadre 2. Efectes procíclics d'una política monetària comuna

	Tipus d'interès nominal	Inflació (esperada)	Tipus d'interès real	Impacte
País de la zona euro en expansió	4	3,5	0,5	Estímul
País de la zona euro en recessió	4	1	3	Contractiu

7. Política monetària i polítiques fiscals

Posar en marxa una política monetària única pels països de la zona euro portava a una convivència d'aquesta amb les diverses polítiques fiscals que, en principi, haurien de continuar en mans dels estats membres. Però el Tractat de Maastricht es va fer servir per a introduir una sèrie de disposicions que afectaven els marges de maniobra de les polítiques fiscals i financeres de les administracions públiques de l'àrea de l'euro. Les limitacions més importants van ser les relatives al dèficit i deute públic –que no podien superar uns percentatges determinats del PIB, inicialment el 3% pel que fa al dèficit i el 60% pel que fa al deute– però també en figuraven d'altres com la prohibició de *monetitzar* els dèficits públics, és a dir, emetre diners per a finançar els dèficits (fet que s'havia practicat amb una certa freqüència en el passat a alguns països europeus).

Segons la prohibició de monetitzar, el BCE no podia comprar directament deute públic emès pels estats, encara que sí ho podia fer amb el deute ja en circulació com una eina de política monetària. En els anys centrals de la segona dècada del segle XXI, la política expansiva implementada sota la presidència de Mario Draghi va anar ampliant el conjunt d'instruments que comprava al BCE per a estimular l'economia, generant algunes crítiques –i fins i tot alguna demanda davant del Tribunal Constitucional d'Alemanya– que argumentaven que a la pràctica s'estaria fent quelcom semblant a un finançament monetari. Però, almenys fins ara, els tribunals europeus no han considerat que s'estés infringint el Tractat.

Aquestes disposicions del Tractat de Maastricht van portar polèmiques. Uns argumentaven en favor de la necessitat d'introduir elements de disciplina fiscal per tal d'evitar que excessos a uns països acabessin perjudicant la solvència de la moneda compartida per tota la zona euro. Altres consideraven que els països europeus ja renunciaven a la política monetària pròpia amb la integració (i també a la política pròpia de tipus de canvi, associada a la moneda) i que reduir els marges de les polítiques fiscals era encotillar excessivament el (limitat) marge que quedava per a les polítiques macroeconòmiques que havien d'atendre els problemes específics de cada país.

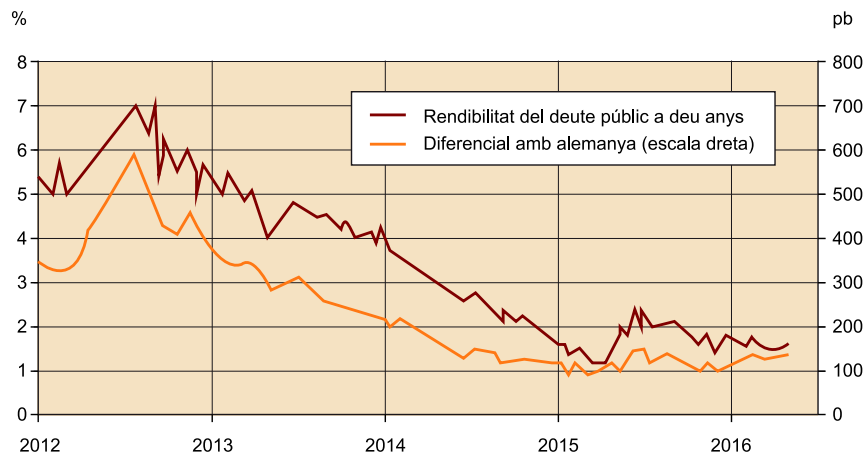
Les disposicions sobre temes fiscals van ser concretades el 1996-1997 amb l'aprovació del Pacte d'Estabilitat i Creixement, que en conjunt interpretava de forma restrictiva les normes de Maastricht i, a més, establia mecanismes de supervisió (procediment de dèficits excessius) i eventuais sancions en cas d'incomplir els límits. Encara que van ser Alemanya i França els principals impulsors del Pacte d'Estabilitat, en els primers anys del segle XXI van ser precisament aquests dos importants països els que van superar el límit del 3% del PIB en els seus dèficits públics. Entre 2002 i 2004 Alemanya i França –juntament amb d'altres països més petits– van fer front a una situació econòmica problemàtica amb polítiques fiscals que van portar a aquests incompliments. Una prova política que el Pacte d'Estabilitat no va superar va ser la incapacitat política per a aplicar les sancions previstes a Alemanya i França.

Això va deteriorar la credibilitat del Pacte, de manera que quan va arribar la crisi el 2008 –accentuada a Europa el 2010– la gran majoria de països va superar –en alguns casos amb escreix– el límit del 3% de dèficit públic. Les urgències del moment ho van fer peremptori, a més de la feblesa del Pacte.

La magnitud dels dèficits assolits va suposar la preocupació per la seva sostenibilitat. Sobretot Alemanya va insistir en la necessitat de recuperar l'estabilitat pressupostària i de retornar cap a una *consolidació fiscal*, denominació políticament correcta per a descriure la reducció dels dèficits públics generats. Des de finals de 2011 va entrar en vigor l'anomenat "Six Pack", que va introduir el procediment de desequilibris macroeconòmics –Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP– que, a partir d'un conjunt d'indicadors principals (inicialment 10, el 2016 ja 14) i d'altres complementaris, avalua la situació de cada Estat de la UE (i no només de la zona euro, encara que els que compartien moneda se'ls aplicaven criteris més estrictes en alguns indicadors). El 2013 va entrar en vigor el "Two Pack" i també el Tractat sobre Estabilitat, Coordinació i Governança (aplicable a 25 països ja que el Regne Unit, Croàcia i la República Txeca no el van signar). Les noves normes estableixen mecanismes de supervisió preventiva, com ara l'obligació de remetre els projectes de pressupostos dels Estats a la UE de manera prèvia a la seva aprovació, l'obligació de disposar de programes d'objectius pressupostaris a mitjà termini, les possibilitats de sancions (per ara no aplicades), el reconeixement de situacions excepcionals, però també els compromisos de mantenir el dèficit estructural com a màxim en el 0,5% del PIB per tal de tenir un marge en les situacions de recessió. En una de les activitats del final d'aquest mòdul se us convida a entrar en el web de la UE per tal d'analitzar les dades més recents derivades de l'aplicació dels mecanismes de *governança econòmica*, orientada a tractar d'evitar la repetició de les fragilitats que van portar a la crisi.

Un indicador que ha assolit gran presència els darrers anys com a mesura de les percepcions de solvència de diferents països són les "primes de risc", que mesuren en quina quantia els països han de pagar uns tipus d'interès superior al de un país de referència (habitualment Alemanya) per tal de que els inversors internacionals acceptin comprar instruments de deute, per exemple deute públic. La figura 5 mostra l'evolució des de 2012 de la rendibilitat oferta pel deute públic d'Espanya així com el seu diferencial (prima de risc) respecte a Alemanya, expressat en "punts bàsics (pb)". Els greus problemes de percepció de risc en 2012, en els moments més difícil de la crisi del deute sobirà a la zona euro, queda reflectits a la gràfica".

Figura 5. Primes de risc: rendibilitat del deute públic a 10 anys d'Espanya i el seu diferencial amb Alemanya



Font: Banc d'Espanya, Informe Anual 2015, juny de 2016.

8. Àrees Monetàries Òptimes: implicacions

A finals de 1950 i principis de 1960 el comerç entre Canadà i els Estats Units es va intensificar significativament, especialment a les àrees frontereres. Això va contribuir a plantejar la conveniència que aquests països compartissin la moneda, en lloc de continuar amb un dòlar canadenc que, entre 1950 i 1962, com una excepció al principi dels tipus de canvi fixes segons les regles de Bretton Woods, va fluctuar respecte al dòlar dels Estats Units. Alguns economistes canadencs, com Robert Mundell i Ronald McKinnon van llançar un enfocament més enllà de la discussió tradicional sobre els avantatges dels tipus de canvi fixos contra els flexibles per a debatre en quines condicions a diversos territoris els convenia compartir la moneda. La denominació encunyada per Mundell el 1961 d'àrees monetàries òptimes (*Optimum Currency Areas*) reflecteix la intenció d'aquest nou plantejament.

Si bé la seva anàlisi no va tenir, en el seu moment, gaire recorregut, quan es va començar a plantejar seriosament el procés d'integració monetària a Europa es va reprendre i desenvolupar, aplicant-lo a les circumstàncies específiques del Vell Continent.

Robert Mundell, premi Nobel d'Economia el 1999

L'euro va néixer oficialment el primer de gener de 1999. En aquest any el premi Nobel d'Economia va ser concedit a Robert Mundell, entre d'altres raons per les seves aportacions a l'anàlisi de les àrees monetàries òptimes la connexió del qual amb el procés d'integració monetària a Europa es va explicitar. Certament Mundell ha fet nombroses aportacions a l'economia monetària i financera internacional. La seva anàlisi de l'efectivitat de les polítiques macroeconòmiques amb diferents sistemes de tipus de canvi i amb diferents graus de mobilitat internacional de capitals ha donat lloc al model Mundell-Fleming, encara estudiat a les facultats d'economia. El trilema de les economies obertes, ja esmentat en els mòduls anteriors, va ser també formalitzat per Mundell. Però el lliurament del Nobel l'any de la posada en marxa de l'euro va tenir la significació de destacar les seves aportacions a l'enfocament dels processos d'integració monetària.

8.1. Shocks asimètrics

Un concepte central a l'enfocament de les àrees monetàries òptimes és el de *shock* asimètric. Es refereix a qualsevol pertorbació que afecta de forma diferenciada a dues parts del territori "candidat" a tenir una moneda compartida. Els exemples són nombrosos, entre ells: a) la reunificació alemanya de principis de 1990 va ser un *shock* asimètric entre la pròpia alemanya i la resta de la UE; b) atès que alguns estats de la UE tenen petroli i la major part no, les fluctuacions en els preus del petroli afecten de forma diferenciada als que són productors i als que en són només importadors; c) les notables heterogeneïtats en les pautes d'especialització productiva també són fonts d'asimetries importants; així una Alemanya més centrada en productes industrials de tecnologies avançades en comparació amb Grècia o Portugal, es veurà afectada de forma diferent respecte a aquests altres països si la demanda mundial d'aquests tipus

de productes creix més ràpidament que la dels productes en què s'especialitzen Grècia o Portugal; d) en el mateix escenari, innovacions tecnològiques que afectin de forma diferent a les indústries avançades respecte a les activitats més bàsiques d'altres països també seran un *shock* asimètric entre els països amb diferents estructures productives. L'abundància i varietat d'aquests exemples il·lustra que es tracta de situacions força habituals a la vida econòmica.

Quina relació tenen els *shocks* asimètrics amb els problemes de monedes i tipus de canvi? La principal rau en el fet que tradicionalment quan es produeix un *shock* diferenciat les respostes inclouen un reajustament de les paritats de les monedes dels diferents territoris, si aquests disposen de divises diferents. La pauta habitual és força intuïtiva: els països que es veuen negativament afectats pel *shock* asimètric –importacions més cares, menor demanda dels seus productes, menys beneficis de les innovacions tecnològiques, i en general altres situacions de deteriorament de la seva competitivitat– tendeixen a implementar devaluacions o experimentar depreciacions de les seves monedes (per a intentar així redreçar les situacions produïdes, recuperant almenys parcialment la competitivitat i atractiu pel seus productes), mentre que els països positivament afectats es poden permetre una revaluació o apreciació de les seves monedes. A la història econòmica d'Europa han estat molt habituals els episodis en què els països negativament afectats anaven devaluant les seves monedes.

En aquest context, la integració monetària suposa doncs renunciar a una eina que es feia servir per a fer front a *shocks* asimètrics. Per a avaluar si aquesta renúncia és onerosa o no pels països implicats cal doncs plantejar dues grans preguntes. 1) a l'escenari d'una moneda única (més un mercat únic), els *shocks* asimètrics continuen essent un problema significatiu; 2) en cas de continuar essent un problema, hi ha al sistema econòmic altres mecanismes de resposta o retorn a l'equilibri que puguin ser vies alternatives per a absorbir els impactes dels *shocks* asimètrics?

A les respostes a aquestes dues preguntes es destinen aquest apartat i el següent.

8.2. Paper dels *shocks* asimètrics

A un escenari de mercat únic i moneda única, continuen essent un problema els *shocks* asimètrics? Alguns plantejaments previs a la posada en marxa de l'euro eren optimistes al respecte, confiant que compartir la moneda permetria reduir algunes asimetries com les vinculades a les diferències en les taxes d'inflació i en els nivells dels tipus d'interès. En certa mesura ha estat així però aquestes fonts d'asimetries no s'han eliminat del tot, com es desprèn dels debats sobre els diferencials d'inflació ja comentats i del que parlarem més endavant sobre els problemes de la *fragmentació financera* a l'eurozona.

Altres problemes d'asimetria són els referits a les diferències en la *posició cíclica* de les economies de la zona euro. Si totes les economies que comparteixen una moneda coincidissin quan estiguessin en expansió o en recessió seria re-

lativament fàcil trobar una única política monetària adient per a totes elles. Però si unes es troben en expansió i d'altres en dificultats, els seus interessos respecte al to de la política monetària comuna serien divergents, portant a situacions delicades en què una política podria atendre millor les necessitats d'alguns països però ser inadequada –o fins i tot contraproduent– per d'altres. Ja hem analitzat algun cas d'aquesta problemàtica en un apartat anterior. Una pregunta rellevant és si, amb el pas del temps des de la implementació de l'euro les divergències al respecte han augmentat o disminuït. La Comissió Europea publicava el 2016 algunes dades que mostraven com la forquilla entre el comportament agregat de les economies europees que anaven millor i les que anaven pitjor hauria augmentat, complicant d'aquesta manera la gestió de la política monetària única.

Altres fonts d'asimetries, com es desprèn d'alguns dels exemples que hem fet servir, són les heterogeneïtats en les pautes d'especialització. Des de la posada en funcionament de l'euro aquestes divergències han augmentat o s'han reduït? Per a posar el cas més extrem, s'han fet Alemanya i Grècia *més similars* o, pel contrari, com semblaria, la heterogeneïtat no ha minvat sinó que probablement s'ha accentuat?

A més dels debats sobre si les asimetries prèviament existents s'han incrementat o reduït, també cal plantejar si, de forma probablement no prevista, la posada en funcionament de la moneda europea ha fet sorgir algunes noves heterogeneïtats. Com ja hem indicat, els desequilibris externs interns a la zona euro es van començar a incrementar coincidint en el temps amb l'inici de l'euro, encara que també van coincidir amb l'ampliació dels desequilibris a escala global, més enllà de la zona euro. Alguns apunten que la integració monetària, eliminant els riscos de canvis, hauria facilitat un finançament més fluid i abundant provinent dels països del Nord –amb Alemanya al capdavant– envers els del Sud. I es critica tant l'escassa supervisió de la destinació d'aquests recursos per part dels creditors/superavitaris com la utilització inadequada que es va donar a aquests als països deutors/deficitaris que el rebien. Les asimetries en l'evolució dels tipus de canvi reals, com ja vam veure en el mòdul “Tipus de canvi i interdependències”, es van amplificar també en els primers anys de vigència de l'euro.

L'asimetria de la uniformitat

Un argument cridaner és el que planteja com la uniformització dels tipus d'interès –almenys els oficials establerts pel BCE– que va suposar la posada en marxa de l'euro, amb l'aparença de més homogeneïtat a l'Eurozona, pot tenir una lectura en termes d'asimetria. Abans de la moneda única, els tipus d'interès eren molt més elevats als països del Sud d'Europa, com ara Espanya, que als del Nord, com Alemanya. Quan el BCE va adoptar, des de 1999, un d'interès comú força proper al que tenia Alemanya, això va significar una reducció molt substancial pels països del Sud però va ser un canvi marginal per als del Nord. Per a societats acostumades a pagar tipus del 8-9% –o fins i tot en alguns moments superiors al 10%– per a demanar préstecs, trobar-se amb la possibilitat d'endeutar-se a uns tipus significativament inferiors va tenir un impacte d'afavorir aquest endeutament que, més enllà de la racionalitat econòmica, psicològicament i socioculturalment és un dels factors explicatius del que va passar a algunes economies del Sud d'Europa en els primers anys de vigència de l'euro.

8.3. Fragmentació financera a la zona euro

Entre les asimetries que s'esperava que desapareixerien amb la moneda única figuraven les divergències en les taxes d'inflació –que ja hem vist que no es van eliminar del tot, amb conseqüències importants– i sobretot les divergències entre els tipus d'interès als quals podien obtenir finançament els agents econòmics com les empreses o les famílies. Encara que uns mateixos tipus d'interès aplicats com a eines de política monetària per part del BCE es podien transmetre de maneres diverses als clients de les entitats financeres dels diferents països, en funció de les *singularitats* de cada cas –com diversos graus d'eficiència o de competència als sistemes financers nacionals– es creia que els diferencials eventuals es reduïrien.

I així va ser durant els primers anys de l'euro. Però el 2011 van aparèixer unes divergències de certa magnitud, que van donar lloc a parlar d'una *fragmentació financera* a la zona euro. Com mostra la figura 6, els tipus d'interès aplicats als préstecs que rebien les empreses (i una gràfica similar s'aplicaria als crèdits a llars) d'Espanya i Itàlia es van situar perceptiblement per sobre del cost d'obtenir finançament a França o Alemanya. Semblava doncs que fallava un punt del “nucli dur” de la integració monetària: donar lloc a unes condicions d'accés al crèdit semblants al conjunt de l'espai monetari (teòricament) integrat.

Entre les raons apuntades per a explicar aquesta fragmentació de l'espai financer a l'Eurozona figuren els diferents impactes de la crisi sobre els països implicats, amb més gravetat als del Sud d'Europa, la qual cosa hauria fet augmentar la *valoració del risc* al conjunt de l'activitat econòmica i empresarial. I en concret, si, com ja hem vist, el deute públic de cada país rebia avaluacions força diferents expressades en les primes de risc, aquestes divergències es traslladaven, en certa mesura, a les avaluacions de riscos als respectius sectors privats de cada país. Una suavització d'aquests forces ha contribuït des de 2014 a minvar la magnitud de la fragmentació financera, però és un tema que mereix ser seguit amb atenció.

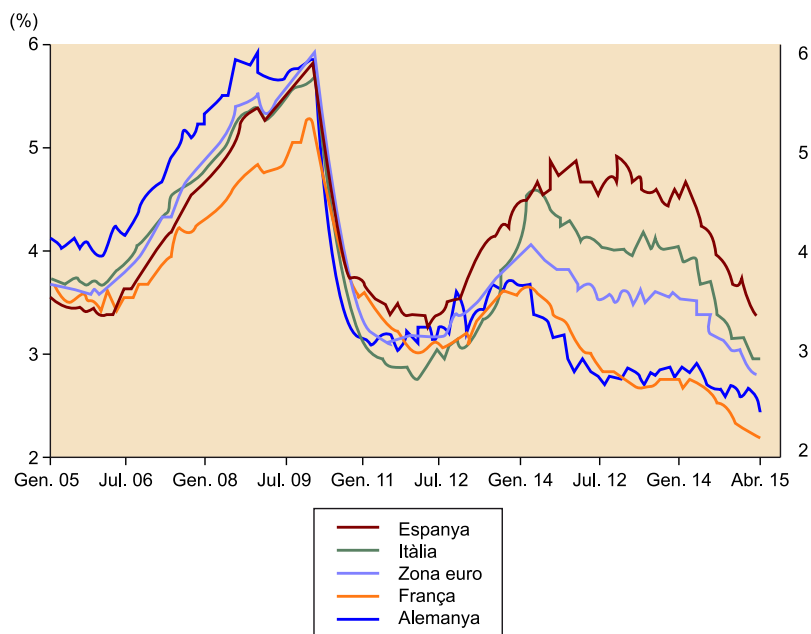
Nota

Les anàlisis més en detall evidenciaren un aspecte addicional significatiu: la fragmentació financera afectava sobretot als costos d'obtenir finançament bàsicament de les petites i mitjanes empreses, mentre que les diferències entre els costos d'obtenir finançament de les empreses més grans mostraven una forquilla molt més reduïda entre diversos països. Per tant, la fragmentació financera incloïa un biaix advers a la mitjana i petita empresa, especialment rellevant en alguns àmbits de la zona euro.

La fragmentació financera va ser reconeguda com un problema important, que podia afectar a la credibilitat de l'espai monetari i financer integrat que es pretenia crear. Va ser un dels motius per anar avançant en la definició de la moneda única amb una *Unió Bancària*, que establís unes regles del joc més homogènies als sistemes financers nacionals de la zona euro. Això implicava posar en marxa mecanismes comuns de supervisió –almenys a les entitats financeres més significatives de cada Estat–, un mateix sistema per a fer front als pro-

blesmes de les entitats financeres en dificultats a l'Eurozona, i hauria d'arribar teòricament a un sistema de garantia de dipòsits bancaris comú. Aquesta darrera dimensió no s'havia pogut posar en marxa (en el moment de redactar aquest text, principis de 2017), però sí la supervisió per part del BCE de les principals entitats financeres. I també s'havia aprovat un sistema europeu de "resolució bancària", denominació políticament correcta de com encarar les dificultats, fins i tot a l'eventual fallida, d'alguna entitat financera europea, però una crisi de certa importància el 2016 al *Monte dei Paschi* –un dels més antics i importants bancs italians– es va afrontar sense atendre el nou marc teòricament pactat.

Figura 6. Fragmentació financera a la zona euro



Tipus d'interès (%) sobre préstecs a empreses no-financeres de fins a un milió d'euros.

A la vista que les asimetries a la zona euro continuen existint, esdevé especialment important la segona pregunta de les que fèiem al principi de l'apartat anterior: per fer front a aquests problemes, quan ja no es disposa de les monedes nacionals, hi ha d'altres mecanismes que puguin fer una tasca semblant o equivalent per a intentar restablir els equilibris perduts? Hi ha mecanismes alternatius a les clàssiques devaluacions de les monedes dels països negativament afectats per *shocks* asimètrics?

9. Mecanismes alternatius als ajustaments canviaris

Una clau per a respondre aquesta qüestió cabdal rau en la constatació que les pertorbacions asimètriques es donen a tot arreu. Per exemple, quan el preu del petroli varia molt, això és una asimetria entre l'estat de Texas (productor important de petroli) i l'estat de Massachussets (que no en té). Quan la demanda de productes tecnològics com els que es fabriquen a Califòrnia creix més ràpidament que la demanda de béns primaris –com cereals o bourbon– produïts als estats del centre dels Estats Units, també ens trobem davant d'un *shock* asimètric. I les respostes no venen per les vies de devaluacions entre els diferents estats, que fa més de dos segles que estan monetàriament integrats, sinó per altres mecanismes. Quins mecanismes actuen en aquests casos i d'altres similars? Poden funcionar també a escala de la zona euro?

1) **Mobilitat de factors.** Sembla que la disposició a canviar d'ocupació i ciutat és als Estats Units més gran que a Europa. I l'allau migratòria a Alemanya va ser importantíssima quan es va produir la reunificació a principis de 1990. Naturalment hi ha factors que converteixen aquesta experiència en no-extrapolable de forma mecànica per al conjunt de la UE. Per una banda, l'homogeneïtzació lingüística (i en bona part cultural) caracteritza els dos casos esmentats. Per contra, l'heterogeneïtat de cultura i idiomes a la UE és notòria. I no seria positiu, al marge del possible, eliminar-la. Hi ha d'altres factors importants, com la diferència entre la flexibilitat dels mercats de l'habitatge als Estats Units per comparació als europeus, on canviar de ciutat i casa imposa costos superiors.

En tot cas, els problemes recents sí que han accentuat els fluxos migratoris entre els països de la UE, sobretot de joves. A banda de la necessitat, com en d'altres moments de la història, d'un coneixement més gran d'idiomes per part de la gent jove, a més d'una cultura més de ciutadania global –via Erasmus, xarxes socials, facilitat per a viatjar, etc.– això ha facilitat el paper del mecanisme de la mobilitat de persones.

2) **Mecanismes fiscals i regionals.** En els casos dels Estats Units i Alemanya és evident la importància de **les transferències de fons públics**, dels mecanismes fiscals i regionals. Els Estats Units configuren un federalisme fiscal d'articulació entre nivells de govern amb mecanismes d'ajustament automàtics importants.

Segons diverses estimacions, la compensació pràcticament automàtica fa que per cada dòlar en què es contrau la renda en un territori, el sistema fiscal regional compensi entre 25 i 40 centaus.

Exemple de mobilitat de factors

Per exemple: als Estats Units i entre les antigues dues alemanyes està clar que la mobilitat de factors productius exerceix un paper important.

Res significativament semblant passa a Europa. Ni els fons estructurals (Fons Europeu de Desenvolupament Regional, Fons Social Europeu, FEOGA-orientació), ni els fons de cohesió, ni la política del Banc Europeu d'inversions tenen la magnitud i l'**automatisme que caracteritza el federalisme fiscal**. No sembla que hi hagi la voluntat política d'un competència fiscal central, i és difícil albirar els mecanismes de coordinació horitzontal entre estats i regions que les podrien substituir.

3) Diferències salarials. Si els salaris a cada territori segueixen la mateixa evolució que la productivitat, els seus productes es poden mantenir en línia. Aquest mecanisme d'ajust implica un canvi en la *cultura tradicional* de la negociació col·lectiva entre empresaris i sindicats, que acostumava a negociar les variacions salarials en termes de poder adquisitiu, per exemple, augments una mica per sobre, iguals o excepcionalment una mica per sota de la inflació. Ara el que es planteja és donar més pes a l'evolució de la productivitat –a cada sector, a cada empresa, a cada lloc de treball– en detriment de les variables més homogènies per al conjunt d'un país com l'evolució de l'IPC. Un paper més gran de les retribucions variables seria una de les vies. Aquest canvi és especialment significatiu a una Europa acostumada a negociacions inicials força centralitzades –patronals i sindicats d'abast estatal– encara que després les negociacions es *modulaven* en àmbits més propers. Als Estats Units lligar salaris a productivitat històricament havia estat més fàcil, donada la poca presència de negociacions a escala federal, però per a Europa donar més pes a la productivitat està suposant canvis importants.

9.1. Devaluacions internes

Quan va arribar la crisi a finals de la primera dècada del segle XXI, es van manifestar a les economies del Sud d'Europa els problemes ja esmentats en apartats anteriors de deteriorament de la competitivitat. Els mecanismes de recuperació d'aquesta van implicar ajustos salarials per sota de la inflació, amb pèrdues de poder adquisitiu en molts casos, així com un atur elevat que va contribuir a reduir el poder negociador dels assalariats, tot això amb un cost social important. Es tractava de vies per a intentar recuperar competitivitat que buscaven els mateixos efectes que les devaluacions tradicionals –al cap i a la fi aquestes porten a increments dels preus dels productes importats que també erosionen el poder adquisitiu– però sense fer servir l'eina, ja no disponible, dels tipus de canvi nominals. Per a reflectir aquest paral·lelisme es va fer servir l'expressió **devaluacions internes (o interiors)** per a descriure com es recuperava competitivitat “com si” s'hagués devaluat.

En tot cas, és notòria la contraposició entre el caràcter genèric, gairebé anònim, amb què compleixen les seves funcions els actuals reajustaments de paritats i el caràcter més directe i personalitzat dels mecanismes d'ajustament alternatius.

El cas alemany

En efecte el cas alemany –en què les situacions de la part Oriental l'any 1990 eren molt diferents de l'occidental però la voluntat política era absolutament ferma– és l'exemple perfecte que els aspectes econòmics queden de vegades en segon terme.

Exemple de diferències salarials

Actualment els salaris a Alemanya són més alts que a Grècia, sobretot reflectint diferències de productivitat.

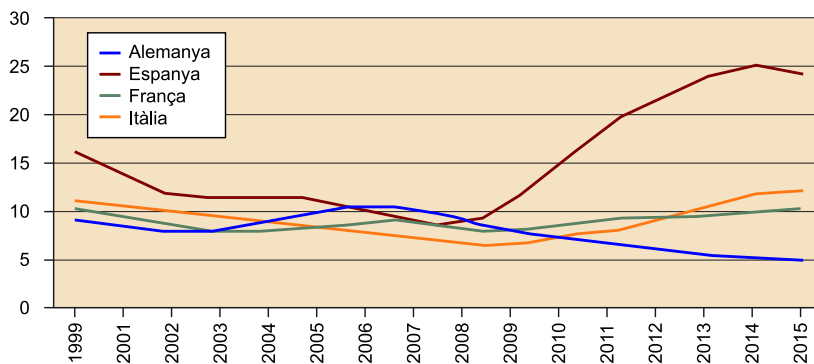
9.2. Mecanisme “residual”

Una pregunta final sobre els mecanismes de resposta a un *shock* asimètric seria: què passaria si una pertorbació d'aquest tipus no pot ser afrontada devaluant –ja no hi ha monedes nacionals– si la mobilitat de factors és limitada, la voluntat política de fer servir mecanismes de transferències fiscals també és reduïda, i la flexibilitat salarial o devaluacions internes es troba amb resistències. La pregunta equival a “quin és el mecanisme residual que s'activa si tot el demés falla?”. I la resposta és: els nivells d'activitat econòmica i ocupació. Això no implica que les diferències entre les taxes d'atur –especialment elevades encara a alguns països europeus– siguin atribuïbles a la integració monetària, com de vegades es vol argumentar, sinó que els problemes deriven de no haver posat en marxa mecanismes alternatius amb prou efectivitat. I també ens recorda que el procés d'integració monetària no és només un tema econòmic o financer, sinó que té importants implicacions sobre les formes de funcionar les economies i els societats. Això deixa obertes qüestions importants, algunes de les quals les comentarem en l'apartat següent.

Atur al PDM/MIP

La taxa d'atur és un dels indicadors que es fa servir al PDM/MIP, ja comentat en diverses ocasions en els mòduls i apartats anteriors. El llindar a partir del qual s'activa el senyal d'alarma és una taxa del 10% de la població activa. La figura mostra l'evolució pels quatre països més grans de la zona euro. Les dades referides de 2016 mostraven com encara vuit estats europeus superaven el nivell del 10%, amb Grècia i Espanya al capdavant.

Figura 7. Taxes d'atur a alguns països de la UE



Font: Elaborat a partir de dades de l'Eurostat (12 d'abril de 2017).

10. El futur de l'euro

Els problemes, perturbacions o *shocks* són probablement inevitables, en cert sentit consubstancials a la vida econòmica. Per això les societats han anat conformant alguns mecanismes per fer-hi front. Alguns d'ells són d'àmbit internacional, com els comentats en els mòduls anteriors (i a l'assignatura sobre comerç internacional): ajustos dels tipus de canvis, limitacions a la mobilitat internacional de capitals, polítiques econòmiques específiques diferenciades, limitacions al comerç internacional, etc. D'altres mecanismes funcionen a l'interior de les economies nacionals, com els esmentats en l'apartat anterior: mobilitat de factors de producció, transferències fiscals, etc. Una forma d'entendre els problemes que s'ha trobat la zona euro és constatar com els avenços en el procés d'integració europea han anat portant als països a renunciar al primer conjunt de mecanismes –el mercat únic va eliminar les traves comercials, la mobilitat de capitals era un dels pilars fundacionals de la Comunitat Europea, compartir moneda elimina les possibilitats de devaluacions, la coordinació de les polítiques fiscals a la pràctica limita els seus marges de maniobra– però, com també hem vist en l'apartat anterior, l'altra família de mecanismes –les alternatives als ajustos canviaris– no s'han desenvolupat encara plenament, almenys no han assolit el nivell que poden tenir per exemple als Estats Units. Haver de fer front a crisis importants, amb asimetries cabdals entre els països implicats, amb una família de mecanismes d'ajust **ja eliminada** i l'altra família **encara no plenament implementada** és una forma d'explicar les dificultats a la zona euro.

Una analogia similar és la que compara el procés d'integració europea amb la travessia entre dos escenaris ben coneguts: inicialment el tradicional dels Estats amb totes les seves mesures comercials, monetàries, canviàries, i com a destinació final el d'una integració plena, uns "Estats Units d'Europa". El camí entre aquests dos escenaris es pot comparar amb un pont, que inicialment semblava raonablement sòlid i previsible. Però amb les dificultats experimentades des de finals de la primera dècada del segle XXI s'ha vist que les coses eren diferents: van sorgir dificultats més grans de les previstes i altres simplement no-previstes: la solidesa del pont es va veure en entredit, amb sotracos que van fer sorgir dubtes.

Davant d'aquesta situació es poden adoptar diferents actituds. D'una banda, la posició oficial de la UE és la recollida a l'anomenat *Informe dels cinc presidents* presentat el 2015, elaborat pel president de la Comissió Europea Jean-Claude Juncker, en *estreta cooperació* amb el president del Consell Europeu, del Banc Central Europeu, del Parlament Europeu i de l'Eurogrup, que planteja mesures per a avançar més ràpidament en diferents dimensions de la integració, que

complementin i donin solidesa al camí ja fet. Es podria dir, seguint l'analogia del pont, que si es troben dificultats a mig camí una opció és accelerar cap al lloc de destinació.

Unes opcions alternatives serien les de retornar al punt de partida, almenys de desfer algunes passes. Algunes propostes com les de sortir de l'euro, la votació britànica sobre la retirada de la UE –el *Brexit*–, els retrocessos en facilitats fronteres, entre d'altres plantejaments d'*euroescepticisme*, anirien per aquesta via.

Altres fórmules plantegen que si el pont està mostrant fragilitats pot ser, en alguna mesura, perquè els que hi transitem estem generant sacsejades que el desestabilitzen. Per això reclamen reprendre mesures de contenció, disciplina, ortodòxia, etc. que evitin els components artificials de les fragilitats detectades.

El *Llibre blanc sobre el futur d'Europa* publicat per la Comissió Europea el març de 2017 planteja aquests i altres escenaris alternatius.

Completar la unió monetària: el full de ruta de Hamilton

La Constitució dels Estats Units va incloure una moneda federal, que seria el dòlar, superant les administracions monetàries separades de cadascun dels tretze estats originaris. Alexander Hamilton va ser el Secretari del Tresor del govern federal presidit per George Washington encarregat de posar en marxa la nova moneda única. Les circumstàncies no eren fàcils, donada la situació financera i també les heterogeneïtats entre els estats del Nord amb unes finances públiques més delicades i els del Sud que es trobaven una mica millor (una situació semblant a la de la zona euro en els moments més durs de la crisi, encara que amb la geografia invertida). Hamilton va plantejar que un bon funcionament de la unió monetària requeria unes mesures addicionals que incloïen una federalització del deute (per a poder gestionar la política monetària unificada mitjançant operacions de compra i venda de deute federal), elements de fiscalitat federal (per a garantir els ingressos que fessin creïble els compromisos assumits emetent deute públic federal) i una unió bancària, per a dotar de normes de funcionament homogènies a les entitats financeres que compartien el dòlar.

Hamilton va portar a terme algunes reformes que requerien coratge polític, com posar en marxa alguns impostos federals, inclòs un sobre begudes alcohòliques que no va ser precisament popular (especialment recordant que la Guerra de la Independència respecte a la metròpoli anglesa va tenir com a detonant un impost al te), però va tenir molts problemes per aconseguir que el Congrés acceptés les emissions de deute federal.

Els estats del Sud es resistien a participar en unes emissions que, inicialment, servirien sobretot per a rescatar els estats del Nord. Hamilton va haver d'apel·lar a l'autoritat –i capacitat de negociació– del president Washington per tal que finalment s'acceptés el seu pla d'emetre deute públic federal. Per cert, la unió bancària va trigar força més en iniciar-se. Les analogies i diferències entre la situació històrica descrita i l'europea actual són força clares, inclosa, de nou, la manca d'una integració política per a resoldre els punts delicats del camí cap a una integració monetària i financera.

Resum

Els processos d'integració monetària tenen un component polític molt més important que els de la integració comercial, la qual cosa explica que siguin més infreqüents i delicats. I això també explica algunes de les singularitats del procés més important en els darrers temps, la posada en marxa de l'euro des de 1999, inicialment per onze dels països membres de la UE i a principis de 2017 ja per dinou: avançar en la integració monetària sense una paral·lela integració política.

Inicialment els acords d'integració europea no feien referència a la integració monetària. Alguns esdeveniments a finals de la dècada de 1960 van portar des de 1969 a un primer intent –amb el disseny del Pla Werner– per a complementar el mercat comú amb una moneda també compatible. Aquest primer intent no va sortir bé. A finals de 1970 es va posar en marxa a Europa el Sistema Monetari Europeu amb la voluntat de crear una àrea d'estabilitat monetària i canviària. El Pla Delors (1989) va iniciar un nou intent que suposar el Tractat de Maastricht (1992-1993) i finalment a l'inici de la zona euro liderada pel Banc Central Europeu el 1999.

Els debats sobre els avantatges i inconvenients de compartir la moneda han estat abundants. D'una banda, alguns arguments indiquen la conveniència que un mercat únic disposi d'una moneda única, per a evitar les disrupcions associades a variacions en les paritats que puguin portar a sospites o acusacions de devaluacions competitives, a més dels estalvis derivats d'eliminar costos de transacció i informació. El potencial d'una moneda amb el suport d'una zona econòmica i comercial important per a tenir un paper com a moneda de referència internacional també ha estat objecte d'anàlisi.

El Tractat de Maastricht va establir com a prioritat de la política monetària comuna a Europa l'estabilitat de preus, volent heretar la disciplina antiinflacionista alemanya. Però en matèria d'inflació la zona euro es va trobar amb uns diferencials d'inflació superiors i més persistents del que s'esperava entre els estats membres, la qual cosa va tenir efectes importants negatius sobre l'assignació de recursos i la capacitat per a actuar com a política anticíclica. El Tractat també va establir limitacions als marges de maniobra dels governs en matèria de política fiscal i financera –concretades posteriorment en el Pacte d'Estabilitat i Creixement– que, després d'incompliments abans i durant la crisi de 2008, han estat objecte de noves formulacions.

Els enfocaments en termes de les anomenades àrees monetàries òptimes han avaluat les condicions que ha de complir un territori per tal que els avantatges de compartir la moneda superin els inconvenients. La persistència de *shocks* asimètrics –que es podien afrontar amb una pluralitat de monedes– no ha

minvat des de la integració monetària, comportant debats sobre mecanismes alternatius de resposta, com la mobilitat de factors productius i transferències fiscals, que es fan servir a d'altres espais monetaris però que a la UE han trigat més en posar-se en funcionament.

En els darrers temps algunes disfuncions han suposat algunes crítiques sobre el funcionament de l'euro, fins i tot amb propostes de sortida. Els plantejaments de la UE van en la línia d'aprofundir la integració monetària, complementant-la amb d'altres dimensions com la unió bancària i, eventualment, aspectes fiscals i de federalització del deute, que no resulten fàcils de gestionar políticament.

Activitats

1. Accedeix al web de la UE en la part relativa a la *governança econòmica*: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction_en

a) Resumeix els mecanismes de governança establerts, així com el seu seguiment mitjançant el “semestre europeu”.

b) Busca i comenta les dades més recents referides al seguiment de la situació fiscal dels estats membres, en els vessants preventius i correctius. Detalla la situació al respecte d'almenys tres països que es trobin en situacions diferents en la valoració feta per la Comissió Europea.

c) Busca i comenta les dades més recents sobre els indicadors del Procediment de desequilibris macroeconòmics. Detalla la situació al respecte d'almenys tres països que es trobin en situacions diferents en la valoració feta per la Comissió Europea.

2. Accedeix al web del Banc Central Europeu, <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

A partir de l'Informe Anual i del Butlletí Econòmic del BCE (a recerca i publicacions):

a) Resumeix els principals trets recents de l'evolució econòmica de la zona euro.

b) Resumeix i discuteix la valoració del BCE pel que fa a l'assoliment de l'objectiu d'estabilitat de preus.

c) Resumeix i discuteix la descripció i valoració del BCE de les mesures de política monetària per a assolir els seus objectius, especialment a la vista de les dificultats i singularitats dels temps recents.

3. Accedeix al darrer informe publicat pel Fons Monetari Internacional sobre la situació de l'àrea de l'euro (en el moment de redactar aquestes línies, el de juliol de 2016: accessible des de: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=44067.0>)

a) Resumeix les valoracions de l'FMI sobre l'economia de la zona euro

b) Resumeix les valoracions de l'FMI pel que fa al procés d'integració monetària a Europa, en particular les propostes de mesures per a consolidar-lo.

c) Discuteix els temes –gestió de la política monetària, reformes fiscals, reformes estructurals, millora de la governança, entre d'altres– proposats per l'FMI.

Exercicis d'autoavaluació

1. El Tractat de Roma de 1957 constitutiu de la CEE...

- a) ja preveia l'escenari de moneda única a la CEE.
- b) vinculava la moneda única europea a l'assoliment de la unió duanera.
- c) pretenia establir el marc alemany com a moneda de tot Europa.
- d) Res del que s'ha dit.

2. L'Informe Werner de 1970...

- a) recomanava una unió monetària per a garantir el mercat comú.
- b) recomanava ajornar la unió monetària fins que es fes la unió política.
- c) recomanava una unió monetària només entre França i Alemanya.
- d) Res del que s'ha dit.

3. El Sistema Monetari Europeu (SME) iniciat el 1979 pretenia tipus de canvi intraeuropeus estables, ...

- a) però permetia realineaments periòdics de les paritats i el manteniment de controls de canvis.
- b) permetia realineaments però va prohibir els controls de capitals des de 1979.
- c) no permetia realineaments fins que la crisi de 1992-1993 els va forçar.
- d) Res del que s'ha dit.

4. Entre les condicions del Tractat de Maastricht perquè un país accedís a la moneda única no figurava...

- a) la reducció de la inflació a la mitjana dels tres països menys inflacionistes més un 1,5%.
- b) la reducció del tipus d'interès a llarg termini a la mitjana dels tres països menys inflacionistes més un 2%.
- c) la reducció de l'atur a la mitjana dels tres països amb menys atur més un 3%.
- d) la reducció del dèficit públic a menys del 3% del PIB.

5. La política monetària de l'euro, segons el Tractat de Maastricht i els acords del BCE, ...

- a) ha de prioritzar l'estabilitat de preus, definida pel BCE com a inflació zero.
- b) ha de prioritzar la reducció de l'atur, definida pel BCE com a atur del 6%.
- c) ha de prioritzar l'estabilitat de preus, definida pel BCE com a increment de l'IPC del 2%.
- d) ha de prioritzar el creixement econòmic, definit pel BCE com a creixement real del 2,5%.

6. Des de la posada en marxa de la zona euro...

- a) han desaparegut els desequilibris comercials entre els països membres de la zona euro.
- b) Alemanya ha vist reduir substancialment el seu superàvit exterior i altres països com Espanya i Grècia han passat de dèficit comercial a superàvit.
- c) Alemanya ha perdut competitivitat mentre que els països del Sud d'Europa han guanyant competitivitat perquè han estat afavorits per la solidesa de l'euro.
- d) Res de l'anterior.

7. Els diferencials d'inflació entre països de la zona euro...

- a) no són possibles en un entorn de moneda compartida i política monetària comuna.
- b) van ser més grans i persistents del que s'esperava en els primers anys del segle XXI.
- c) han assolit un màxim el 2015-2016 respecte a la situació prèvia a la crisi.
- d) Res del que s'ha dit.

8. Els països amb més inflació als primers anys de l'euro, com Espanya, ...

- a) van experimentar guanys de competitivitat, reflectits en un ràpid creixement econòmic.
- b) van experimentar millores en la balança comercial.
- c) van experimentar una assignació de recursos envers sectors *non-traded*, en detriment dels *traded*.
- d) Res del que s'ha dit.

9. Els límits als dèficits públics dels països de la zona euro, ...

- a) van ser establerts al Tractat de Maastricht i concretats al Pacte d'estabilitat i creixement.
- b) van ser incomplerts abans i després de la crisi.
- c) han estat objecte de més supervisió en els anys més recents.
- d) Totes les afirmacions anteriors són certes.

10. Les anomenades *devaluacions internes* fan referència a:

- a) l'increment en les transferències fiscals entre països de la zona euro per a fer front a la crisi.
- b) l'increment dels desequilibris externs a l'interior de la zona euro des de la crisi.
- c) els ajustos de preus, salaris i costos que porten a resultats semblants a una devaluació tradicional del tipus de canvi.
- d) Res del que s'ha dit.

11. L'anomenat "Informe dels cinc presidents" presentat el 2015 per la UE proposa:

- a) clarificar el compromís dels estats membres i, de no existir, dissoldre la zona euro.
- b) aprofundir en la integració monetària amb d'altres mesures.
- c) mantenir l'*status quo* fins que una recuperació econòmica més sòlida permeti continuar avançant.
- d) Res del que s'ha dit.

Solucionari

Exercicis d'autoavaluació

1. d

2. a

3. a

4. c

5. c

6. d

7. b

8. c

9. d

10. c

11. b

Glossari

àrea monetària òptima *m* Àmbit territorial en què els avantatges de tenir una moneda única superen els seus inconvenients. Això s'associa a la presència d'algun mecanisme d'ajust alternatiu als tipus de canvis interiors a l'àrea, com ara la mobilitat de factors, mecanismes fiscals redistribuïdors, etc.

Banc Central Europeu (BCE) *m* Responsable de la política monetària única a la zona euro. Disposa d'independència per a decidir i executar la política monetària. Es governa mitjançant un Comitè Executiu (un president, un vicepresident i quatre vocals) i un Consell de Govern, al qual s'afegeixen els governadors dels bancs centrals de la zona euro. Junta-ment amb els bancs centrals de la UE, el BCE conforma el Sistema Europeu de Bancs Centrals (SEBC), i juntament amb els bancs centrals dels països incorporats a l'euro integren l'anomenat Eurosistema.

controls de capitals *m pl* Limitacions o restriccions a la lliure entrada i sortida de fluxos financers internacionals.

convergència o divergència *f* Debat sobre si les forces que actuen en l'economia internacional tendeixen a reduir (convergència) o incrementar (divergència) les diferències entre els nivells de renda i benestar dels països implicats.

informe Delors *m* Estudi sobre la transició a la moneda única a Europa, elaborat per un comitè presidit per Jacques Delors (llavors president de la Comissió Europea), assumit per la Comunitat Europea el 1989, i base del Tractat de Maastricht pel que fa a la manera d'arribar a la integració monetària en tres etapes.

informe Werner *m* Estudi elaborat l'any 1970 per un comitè presidit per Pierre Werner sobre la comptabilitat o no entre la idea de mercat comú i la subsistència d'una pluralitat de monedes nacionals. S'inclinava clarament per la incompatibilitat, i recomanava una transició a una moneda única en deu anys. Encara que va ser assumit per la CEE, la crisi dels setanta el va paralitzar.

liberalització financera *f* Procés pel qual un país redueix les dificultats a l'entrada i sortida de capitals internacionals (liberalització exterior) o desregula el funcionament del sistema financer nacional i els mercats financers del país (liberalització interna).

realineament *m* Canvi en qualsevol de les paritats centrals entre un parell o més de monedes europees incorporades a l'ERM. Requeria el consens dels països. Van ser molt freqüents entre 1979 i 1986, i pràcticament es van evitar, per pacte polític, entre 1987 i la crisi de 1992.

Sistema Monetari Europeu (SME) *m* Esquema per a mantenir una estabilitat entre els tipus de canvis intraeuropeus i en limita els marges de fluctuació reciprocament. Es basava en un mecanisme de canvis (ERM) que imposava intervencions o ajustaments de política per tal de mantenir els tipus de canvi dins de la banda prevista, encara que preveia la possibilitat de "realineaments" periòdics de les paritats de les monedes.

unió monetària *f* Substitució de les monedes nacionals per una moneda única de la Unió, gestionada per un banc central únic. Implica una cessió de sobirania en matèria de política monetària dels països membres a favor de la Unió.

xoc asimètric *m* Pertorbació que afecta de manera diferenciada dues parts d'un territori. En el cas de la UE, es refereix sobretot als esdeveniments que impacten de manera desigual sobre els diferents països europeus.

zona euro *f* Conjunt de països que han adoptat l'euro com a moneda en substitució de les seves anteriors monedes nacionals.

Referències

Per a actualitzar i ampliar:

Unes recomanables visions de conjunt són:

Banc d'Espanya (2013), «La crisis del área del euro», cap. 2 de l'Informe Anual 2012, Banco de España, maig 2013, disponible a: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/12/Fich/cap2.pdf>

O'Rourke, Kevin y Taylor, Alan (2013), «Cross of Euros», *Journal of Economic Perspectives*, estiu 2013 (pàg.167-192).

I, insistint en les interaccions entre els aspectes polítics i econòmics:

Spolaore, Enrico (2013), «What Is European Integration really About?» A Political Guide for Economists, *Journal of Economic Perspectives*, estiu de 2013 (pàg. 125-144), disponible a: <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.27.3.125>

Sobre els problemes de l'euro i com afrontar-los, hi ha un recull d'aportacions rellevants en el llibre electrònic:

Baldwin, Richard y Giavazzi, Francesco (2016), *How to fix the Europe's monetary union*, febrer de 2016, VoxEu ebook, accessible des de: <http://www.voxeu.org/content/how-fix-europe-s-monetary-union-views-leading-economists>

L'FMI té al seu web una secció sobre “L'FMI i Europa”: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/europe.htm> on recull les seves anàlisis. Mereix una atenció especial l'informe anual que formula sobre la zona euro (normalment a l'estiu). L'edició de juliol de 2016 es pot consultar a: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16219.pdf>

Les publicacions de la Comissió Europea i del Banc Central Europeu ofereixen un seguiment detallat i actualitzat dels problemes de la integració europea:

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/index_en.htm

<http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Sobre els diferencials d'inflació a la zona euro, abans i després de la crisi, un resum n'és:

BCE (2012), «Los diferenciales de inflación en la zona del euro durante la última década», Boletín Mensual del BCE, noviembre de 2012, accessible des de: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/12/Fich/bm1211-3.pdf>

La versió oficial de la governança econòmica a la UE es pot seguir al seu web: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/index_en.htm

Des d'aquest enllaç s'accedeix a les informacions i anàlisis referides tant al Pacte d'estabilitat i creixement (SGP) com al Procediment de desequilibris macroeconòmiques (MIP)

L'informe «Realitzar la Unió Econòmica i Monetària Europea» (*dels 5 Presidents*) de 2015, es pot consultar (versió en castellà) a:

https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_es.pdf

El març de 2017, en el marc del 60è. aniversari del Tractat de Roma, la Comissió Europea va publicar el *Llibre Blanc sobre el futur d'Europa* en què plantejava diversos escenaris; es pot accedir a les versions en diferents idiomes a:

https://ec.europa.eu/commission/white-paper-future-europe-reflections-and-scenarios-eu27_en

La Unió Europea publica els *European Economy Institutional Papers*, amb anàlisis periòdiques de la situació i reptes de la UE. Aquesta publicació inclou els informes trimestrals sobre l'àrea del l'euro, així com els informes sobre finances públiques a la Unió Econòmica i Monetària. Es poden consultar a: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/index_en.htm

El Quarterly Report on the Euro Area sobre l'economia europea 4/2015, publicat el febrer de 2016, es dedica als ajustos a l'interior de la zona euro: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/ip016_en.htm

