



*Subdirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea**

LA CRISIS DE LA ZONA EURO: MONEDA ÚNICA Y ESTABILIDAD

El siguiente artículo pretende ofrecer una visión global sobre la crisis de deuda griega recientemente desencadenada en los euromercados, que ha puesto en evidencia la inexistencia de una verdadera unión económica en el ámbito de la Unión Europea. Así, en el marco de la eurozona, los instrumentos de coordinación y supervisión de políticas económicas han mostrado ser insuficientes para garantizar la fortaleza del euro. En el marco de la Unión Monetaria, la menor importancia de la restricción financiera del déficit público y exterior, unido a un contexto de profunda recesión económica, han situado los niveles de déficit y deuda pública en la eurozona a niveles insostenibles. Los mercados financieros han reaccionado ante las expectativas de una posible suspensión de pagos del Gobierno griego. En este contexto, el Eurogrupo ha tomado decisiones que hasta hace muy poco hubieran sido consideradas como impensables. La crisis de deuda soberana del Gobierno griego termina por saldarse con lo que parece el futuro del gobierno económico del euro, impulsado especialmente por el eje franco-alemán.

Palabras clave: crisis financiera, crisis económica, déficit público, economía internacional, sistema financiero internacional.

Clasificación JEL: F01, G01, G12, H62.

1. Introducción

El día 15 de mayo el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Jean Claude Trichet, se refería a la actual situación económica como «*la más difícil desde la I Guerra Mundial*». Tras doce años de estabilidad económica y financiera la eurozona se enfrenta actualmente a una severa crisis, hasta el punto de que los medios y la opinión pública se han llegado a plantear la expulsión de la zona euro de países como Grecia, algo política y económicamente impensable.

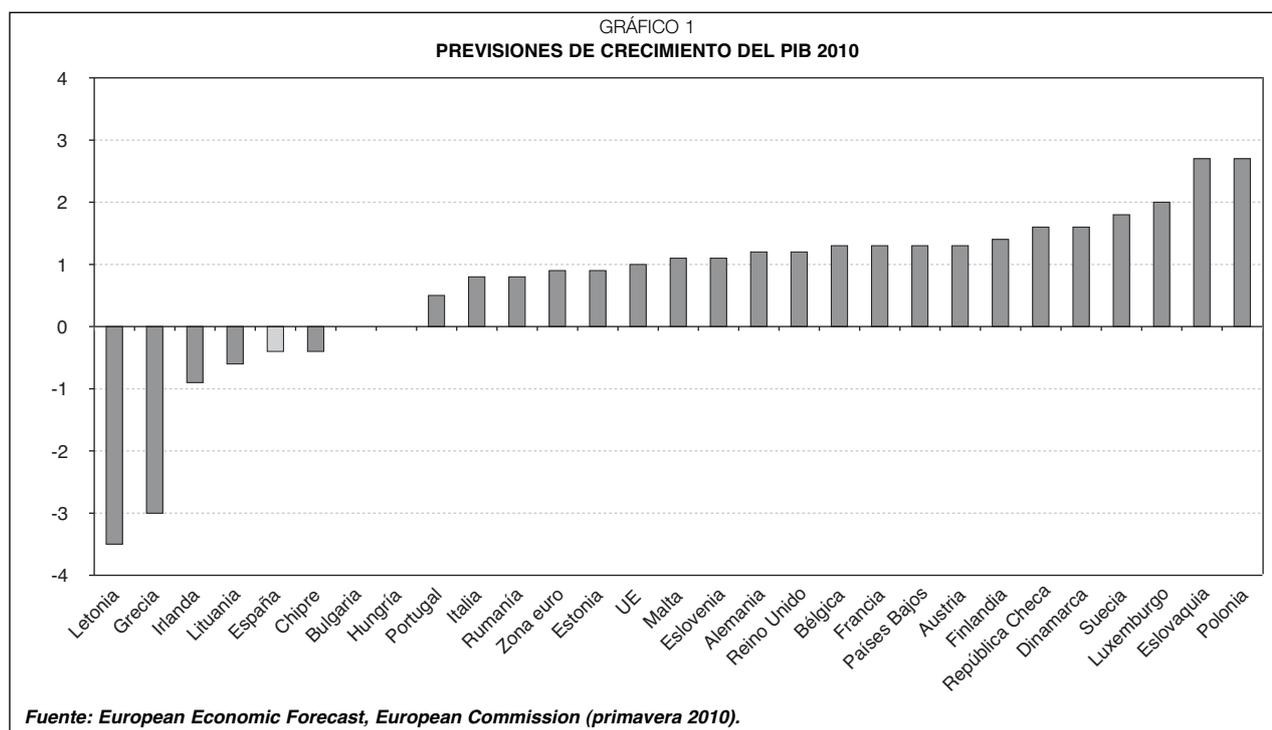
Se han puesto así en evidencia las debilidades de la Unión Económica y Monetaria en su confi-

guración actual. Éstas se relacionan básicamente con la inexistencia de un mecanismo de estabilización que permita garantizar la estabilidad de los euromercados. La idea de una posible suspensión de pagos del Gobierno heleno ha llevado al resto de sus socios de la eurozona a instrumentar medidas urgentes de apoyo financiero para tranquilizar a los mercados, permitir al Gobierno de la República griega hacer frente a sus obligaciones financieras y evitar un posible contagio al resto de Estados vulnerables¹.

La vulnerabilidad de éstos reside en la debilidad de sus finanzas públicas, con niveles de ▷

* Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación. Este artículo ha sido elaborado por Cristina Serrano Leal y Begoña Montoro Zulueta. Técnicos Comerciales y Economistas del Estado.

¹ Fuentes oficiales del Gobierno griego han confirmado que este país ha procedido al pago, por un importe de cerca de 8.500 millones de euros, a los titulares de bonos griegos a 10 años, el día 19 de mayo, fecha de su vencimiento.



endeudamiento soberano que superan ampliamente los umbrales de deuda y déficit público permitidos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)². Países como España y Portugal, principales centros de atención de los ataques especulativos de los mercados, alcanzaban niveles de déficit cercanos al 10 por 100 y de deuda del 70 por 100 de sus correspondientes productos interiores brutos (PIB). En este contexto, la creciente dificultad de estos Gobiernos de colocar en los mercados sus activos de deuda y, como consecuencia, la escalada de rentabilidades exigidas por los agentes inversores para adquirir estos títulos, ha situado al resto de sus socios de la eurozona, al BCE e incluso al Fondo Monetario Internacional (FMI), EEUU, etcétera, en una difícil posición.

Desde un planteamiento más académico, en el contexto de una unión monetaria entre varias regiones (en este caso, países), disminuye la importancia de la «restricción financiera» del desequilibrio exterior (en este caso, fiscal). La existencia de una moneda única produce dos efectos. Por un lado, amplía

notablemente las posibilidades de obtener financiación, eliminando la necesidad de mantener reservas en divisas, por otro, amplía el volumen de financiación disponible. Éste dependerá de la solvencia de los agentes económicos que operan con la unión monetaria.

Esta particularidad de las uniones monetarias aporta ventajas e inconvenientes. Entre las ventajas se encuentran, sin duda, todas las derivadas de la propia existencia de una moneda y política monetaria común y, en definitiva, el fomento del comercio y la inversión. Entre los inconvenientes, debilita la efectividad de los precios y tipos de interés como mecanismos para contener crecimientos excesivos del gasto.

Estos inconvenientes precisamente se han puesto en evidencia en esta crisis. Un recurso excesivo al gasto público, aún siendo amparado por la UE en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica, unido a unos ingresos cada vez más menguados como consecuencia de la desfavorable coyuntura económica (estabilizadores automáticos), ha puesto a Estados como a Grecia al borde de la quiebra y ha creado el nuevo «caldo de cultivo» para las operaciones de especulación en los mer- ▷

² *Boletín económico de Información Comercial Española*, nº 2905, del 16 al 28 de febrero de 2007, «El Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las finanzas públicas en la zona euro».

cados financieros. El Eurogrupo no ha tenido más remedio que actuar, instrumentando toda una serie de medidas, a adoptar en el corto, medio y largo plazo, con el fin de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas y de la Unión en general y reforzar la coordinación en materia de política económica³.

La UE se ha enfrentado en el pasado a situaciones similares, tales como la crisis de la «serpiente monetaria»⁴ o del Sistema Monetario Europeo⁵. No obstante, de todas ellas el proceso de integración ha salido reforzado. Las críticas condiciones han sido precisamente el motor principal para avanzar en el proceso de integración, en este caso, económica y monetaria.

La actual crisis de deuda soberana no será con toda probabilidad una excepción. Actualmente existe consenso entre Comisión, Consejo y Parlamento Europeo, algo que empieza a ser poco frecuente, sobre la necesidad de avanzar en la creación de una verdadera unión económica y de crear un «Gobierno económico europeo». En efecto, el 12 de mayo, la Comisión adoptó su Comunicación sobre el refuerzo de la coordinación de política económica en la UE⁶. En ella se proponen medidas de gran alcance como el vincular las políticas comunitarias con el incumplimiento del PEC o someter al análisis del Ecofin los anteproyectos de

presupuestos de los Estados, antes de su aprobación parlamentaria. Algunas de estas propuestas ya han sido interpretadas por algunos miembros como una cesión más de soberanía hacia la Unión. Otros⁷, sin embargo, apoyan la línea de reforma propuesta por la Comisión e incluso van más allá. En semejante contexto, resultará muy complicado lograr un acuerdo, a nivel del Consejo, dado que las posiciones de Estados como Reino Unido, Alemania o Francia se han endurecido, en direcciones opuestas.

Asimismo, la Comisión (comisario de Mercado Interior y Servicios, M. Barnier) acaba de presentar sus propuestas para crear un marco de prevención y regulación de crisis, mediante la creación de fondos para prevenir futuras crisis bancarias⁸.

En cualquier caso, lo que parece evidente es que el avance de la unión económica y monetaria es imparable. Estonia acaba de ser aceptada como próximo candidato a la eurozona. Si a pesar de la grave crisis que actualmente afecta a la eurozona todavía hay candidatos a su adhesión, cabría plantearse si, a pesar de todo, la UE representa un «área monetaria óptima», en el sentido mundelliano, es decir, si los beneficios percibidos por sus Estados miembros son superiores a los costes.

La implantación de una moneda única y la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) han aportado grandes dosis de estabilidad macroeconómica a toda Europa como se ha señalado en el informe *10 Años de la UEM*⁹ y reconoció el Consejo Europeo de 2008. Indudablemente sin una moneda común fuerte, como el euro, la UE hubiera ▷

³ Adicionalmente, Estados como Alemania han adoptado medidas unilaterales para contener las operaciones especulativas, prohibiendo las transacciones cortas a descubierto de bonos soberanos de la zona euro, de los CDS (*Credit Default Swaps* o seguros de impago de deuda) y de acciones de 10 empresas alemanas (Expansión, 20 de mayo de 2010). Francia ha criticado estas medidas y Barroso ha solicitado al Comité Europeo de Reguladores de Valores que analice la posibilidad de aplicar este tipo de medidas a toda la UE.

⁴ En virtud de este acuerdo, los países se comprometían a mantener un margen de fluctuación entre las divisas comunitarias del 2,25 por 100. Sin embargo, las fuertes discrepancias surgidas entre los Estados miembros en materia de política económica para afrontar el primer *shock* petrolífero de principios de los setenta, junto con la inexistencia de mecanismos de control en el Acuerdo de la Serpiente hicieron que, ante las fuertes tensiones cambiarias, se abandonara el sistema.

⁵ Para superar las limitaciones del Acuerdo de la Serpiente, el SME introduciría dos elementos fundamentales: un indicador de divergencia y un mecanismo de intervención en los mercados de cambios (acuerdo entre los respectivos bancos centrales). Éste, a través de un mero acuerdo entre los bancos centrales, permitiría mantener un tipo de cambio estable pero ajustable.

⁶ COM(2010) 250 final «Reinforcing economic policy coordination», Bruselas, 12 de mayo de 2010.

⁷ EUROPE, 12 de mayo de 2010: «Nous nous sommes arrêtés à la Union monétaire: les mécanismes pour le renforcement de la gouvernance adoptés par le Conseil nous engagent maintenant sur la voie d'une Union économique et monétaire», declaraciones de Diego López Garrido, presidente de turno del Consejo Europeo; «Si el euro falla, no sólo falla la moneda. Europa y la idea de la unidad política también fallarán. Tenemos una unión monetaria, pero no económica y política, y eso es exactamente lo que hay que cambiar», declaraciones de Merkel en Aquisgrán, en la entrega del Premio Carlomagno al primer ministro polaco, Donald Tusk (El País, 14 de mayo de 2010).

⁸ COM (2010) 254 final, «Bank Resolution Funds», Bruselas, 26 de mayo 2010.

⁹ COMUNICACIÓN EMU@10. *Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union European, Economy 2/2008*. Comisión Europea.

percibido de forma mucho más drástica las consecuencias de la reciente crisis financiera y del incremento de los precios de los alimentos y de la energía. El euro nos ha permitido mantener tasas de inflación relativamente estables durante estos últimos diez años y, por ende, tipos de interés en los niveles más bajos de las últimas décadas. La determinación del Banco Central Europeo de garantizar la estabilidad de precios ha infundado altos niveles de confianza en los agentes económicos y consolidado expectativas de estabilidad de precios, todo ello reflejo de las enormes ventajas que se derivan de la pertenencia a una unión monetaria.

Sin embargo, beneficiarse de éstas en un contexto como el de la Unión, con economías tan diferentes como la alemana y la griega, por citar sólo algún ejemplo, resulta altamente complejo sin mecanismos de coordinación de políticas económicas. En el marco de una unión monetaria, las decisiones de política fiscal de un Estado pueden afectar al resto, dado que medidas excesivamente laxas pueden afectar, como de hecho así ha sucedido, al resto de miembros de esa unión.

Así lo entendieron los Estados miembros cuando instrumentaron una serie de mecanismos para coordinar las políticas económicas, básicamente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y las Grandes Orientaciones de Política Económica (GOPE). El análisis de la crisis de deuda soberana nos permitirá concluir que éstos han resultado insuficientes para lograr su objetivo. El PEC fue asumido por los Estados de la zona euro tras el Tratado de Maastricht en 1992, como instrumento de disciplina presupuestaria, con el fin último de garantizar la fortaleza del euro. A través de las GOPE la UE ha pretendido coordinar otras políticas macroeconómicas de los Estados, básicamente las políticas de oferta. En este momento, tanto el PEC como las GOPE se encuentran en el centro de atención y se vinculan como elementos esenciales en la nueva Estrategia UE 2020.¹⁰

¹⁰ COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN. «Europa 2020. Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador». COM(2010) 2020 final, Bruselas, 3 de marzo de 2010.

A lo largo del artículo veremos cómo la respuesta institucional de la UE ha consistido básicamente en reforzar ambos mecanismos. Si bien, en estos momentos todavía nos encontramos en una fase muy incipiente de la negociación, lo que resulta ineludible es que esta crisis no se zanjará sin una reforma en profundidad no sólo del PEC, sino de otros instrumentos que permitan completar la actual unión monetaria con una unión económica. Para ello será necesario crear un verdadero Gobierno económico de la UE.

2. Breve encuadre teórico

Desde el punto de vista teórico¹¹, la maximización de beneficios derivados de la integración comercial pasa necesariamente por crear una unión monetaria entre los países comercialmente integrados. La eliminación de toda incertidumbre derivada de los riesgos cambiarios y de los costes transaccionales permitiría reforzar aún más el intercambio de bienes y servicios entre éstos.

A estas claras ventajas de utilizar una única divisa en los intercambios de bienes y servicios se añade una tercera, no menos importante: en el marco de una moneda única disminuye la importancia de la restricción financiera del déficit exterior. Ello puede permitir alargar las fases de bonanza económica, satisfaciendo en el exterior los incrementos de demanda¹².

En el marco de una moneda única, se amplían notablemente las posibilidades de financiación, ▷

¹¹ Todo el cuerpo teórico de las Áreas Monetarias Óptimas (AMO) partió del modelo desarrollado por R. Mundell (1961). Posteriormente, a lo largo de la década de los setenta, surgieron nuevas extensiones de este primer modelo. McKinnon (1963) introduce el grado de apertura económica entre los miembros de la AMO y P. Kenen (1969) introduce el grado de diversificación productiva. El análisis integrado de costes y beneficios de integrar una AMO vendría dado por un segundo enfoque aportado, partiendo del anterior, por De Grauwe, 1994: las AMO se definen en función del balance entre los costes y beneficios de disponer de una moneda común. A lo largo de los noventa se desarrollarían nuevos planteamientos como los de Bayoumi, Ricci, Echengreen, etcétera.

¹² Para un análisis más detallado ver MALO DE MOLINA, J.L. «Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la Unión Económica y Monetaria». *Documentos Ocasionales*, nº 0701, Banco de España.

dado que éstas dependerán básicamente del tipo de interés de la unión monetaria establecido por la autoridad en toda el área. Consecuentemente, la sostenibilidad del déficit exterior no se ve afectada por su volumen y, por otra parte, éste se encuentra libre del riesgo cambiario. Por el contrario, en el caso de un país con soberanía monetaria la insostenibilidad del desequilibrio exterior generaría expectativas de depreciación cambiaria y, por ende, subidas de tipos de interés.

Al mismo tiempo, en un área monetaria el volumen de la financiación disponible estará garantizado siempre y cuando sean solventes los agentes económicos que adquieren fondos del exterior. Puesto que éstos serán principalmente entidades financieras o gobiernos soberanos su solvencia únicamente quedará cuestionada cuando el desequilibrio exterior sea tal que origine dudas sobre la capacidad de las instituciones financieras de hacer frente a sus deudas.

Este mismo razonamiento teórico podría aplicarse al caso del desequilibrio de las cuentas públicas. En el contexto de recesión económica, la UE ha recurrido a estímulos fiscales para tratar de estimular la demanda. Así, el volumen de financiación necesario para hacer frente a un desequilibrio fiscal ha alcanzado tales niveles que ha suscitado dudas en los mercados sobre la capacidad de los Estados soberanos de hacer frente a la misma.

Las razones que explican cómo hemos llegado a esta situación hacen referencia al principal problema derivado de la menor importancia que adquiere la restricción financiera exterior en una unión monetaria. En este marco, la existencia de una moneda única conlleva necesariamente la existencia de un único tipo de interés (al menos, en los mercados primarios de deuda), independientemente de la coyuntura económica de cada uno de sus países miembros, por lo que éstos tendrán más dificultades para corregir los desequilibrios (fases expansivas) y/o para estimular la demanda (fases recesivas del ciclo económico).

Consecuentemente, únicamente actuando sobre las variables reales que determinan la competitivi-

dad de una economía, podrá recuperarse el equilibrio interno/externo. Por tanto, en el contexto de una unión monetaria, más relevante que el volumen del déficit exterior es en qué medida éste responde a factores que provocan una pérdida de competitividad. Estas pérdidas de competitividad en el marco de una unión monetaria, resultan especialmente difíciles de enmendar, dado que la imposibilidad de recurrir a un ajuste de tipo de cambio obliga a recuperar la competitividad perdida mediante cambios en los precios relativos (i.e. contención de precios, márgenes o ganancias de productividad), a través de ajustes en variables reales.

De acuerdo con estos planteamientos teóricos:

1. La inexistencia de riesgo cambiario y de tipos de interés vinculados a la evolución macroeconómica, facilita notablemente la cobertura del desequilibrio exterior.

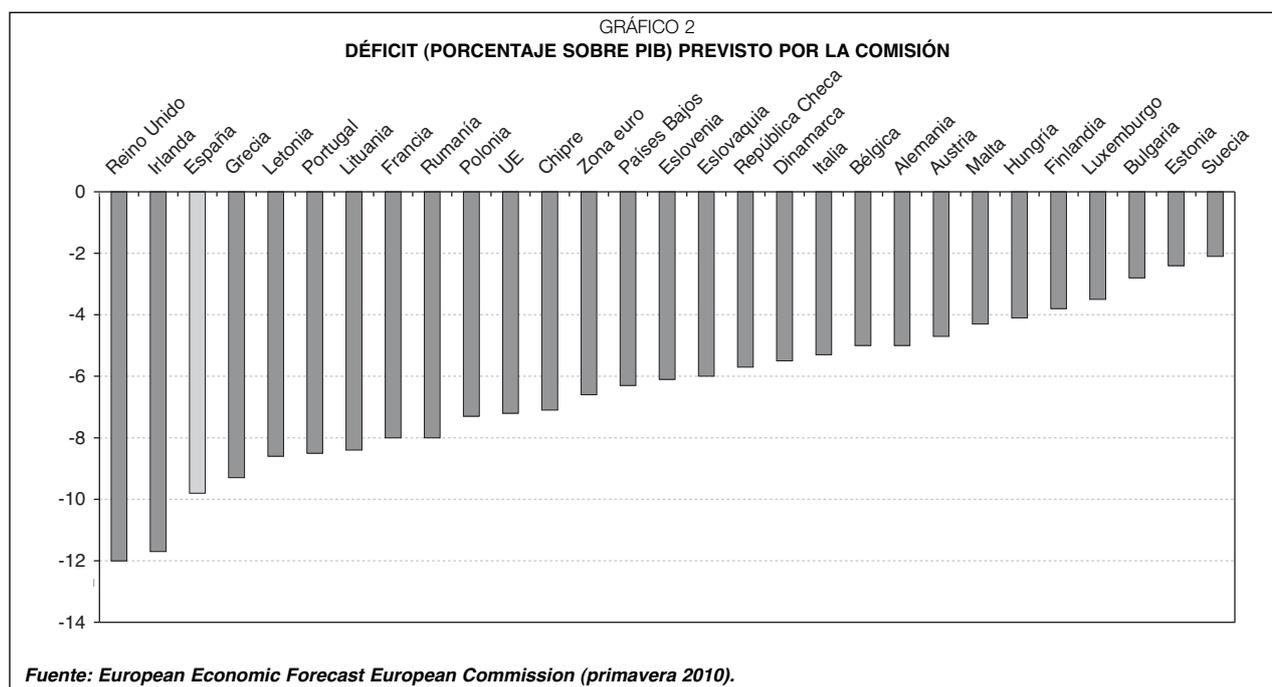
2. La sostenibilidad del déficit depende principalmente de la solvencia de los agentes económicos, compradores potenciales: empresas, las familias y Gobiernos (es decir, de los agentes receptores finales de los fondos procedentes del exterior).

3. El volumen del desequilibrio exterior pasa a ocupar un lugar secundario, a favor de los componentes reales del mismo: lo más importante es determinar en qué medida dicho desequilibrio responde a factores que ocasionan pérdidas de competitividad.

En el caso específico de la crisis de deuda soberana de la eurozona, se dan unas circunstancias no contempladas en estos planteamientos de carácter teórico, que han agravado la importancia de la misma.

– La insostenibilidad ha venido determinada no por el déficit exterior sino por el déficit presupuestario. Los planes de reactivación económica llevados a cabo por los Estados miembros en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica¹³ han desembocado en importantes desequilibrios en la gran mayoría de los Estados miembros (Gráfico 2). ▷

¹³ *Boletín económico de Información Comercial Española*, nº 2988, del 1 al 15 de mayo de 2010, «El Plan Europeo de Recuperación Económica».



CUADRO 1
SITUACIÓN EEMM EN EL PED (PROCEDIMIENTO Y DÉFICIT EXCESIVO)

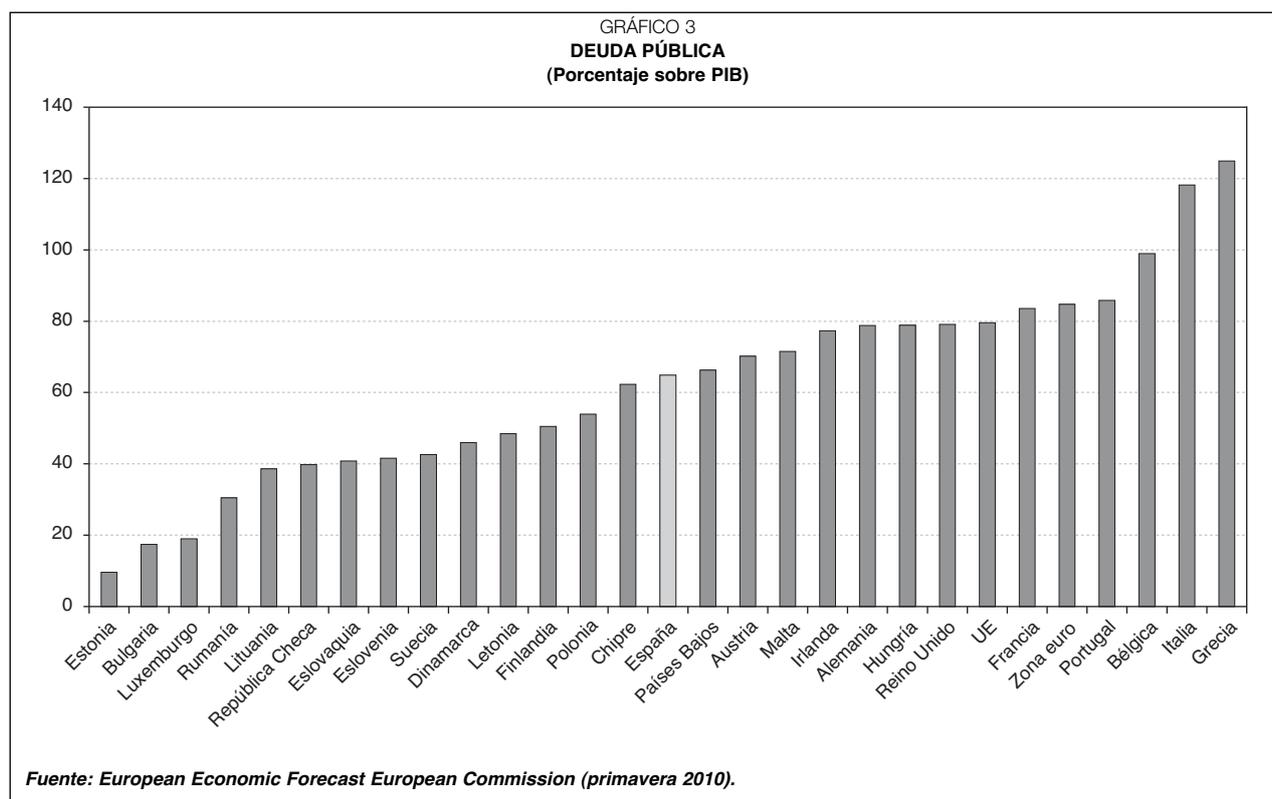
Estados miembros	Recomendación de la COMISIÓN (Art.104.3/126.3)	Decisión del Consejo sobre la existencia de déficit excesivo (Art.104.6/126.6)	Plazo máximo para consolidación presupuestaria
Bulgaria*	12 mayo 2010		
Dinamarca*	12 mayo 2010		
Chipre*	12 mayo 2010		
Luxemburgo*	12 mayo 2010		
Finlandia	12 mayo 2010		
Austria	7 octubre 2009	2 diciembre 2009	2013
Bélgica	7 octubre 2009	2 diciembre 2009	2012
República Checa	7 octubre 2009	2 diciembre 2009	2013
Alemania	7 octubre 2009	2 diciembre 2009	2013
Italia	7 octubre 2009	2 diciembre 2009	2012
Holanda	7 octubre 2009	2 diciembre 2009	2013
Portugal	7 octubre 2009	2 diciembre 2009	2013
Eslovenia	7 octubre 2009	2 diciembre 2009	2013
Eslovaquia	7 octubre 2009	2 diciembre 2009	2013
Polonia	13 mayo 2009	7 julio 2009	2012
Rumanía	13 mayo 2009	7 julio 2009	2012
Lituania	13 mayo 2009	7 julio 2009	2012
Malta	13 mayo 2009	7 julio 2009	2011
Francia	18 febrero 2009	27 abril 2009	2013
Letonia	18 febrero 2009	7 julio 2009	2012
Irlanda	18 febrero 2009	27 abril 2009	2014
Grecia	18 febrero 2009	27 abril 2009	2014
España	18 febrero 2009	27 abril 2009	2013
Reino Unido	11 junio 2008	8 julio 2008	2014-2015 (Financial year)
Hungría	12 mayo 2004	5 julio 2004	2011

* La Comisión presentó, el día 12 de mayo, sus respectivos informes al CEF (Comité de Economía y Finanzas). Éste presentará su opinión sobre la situación de sus finanzas públicas. La Comisión, teniendo ésta en cuenta, formulará su recomendación sobre la apertura de PED, así como el plazo para su corrección (art.126 TFUE). La decisión será tomada en el marco del ECOFIN.

Fuente: *Comisión Europea 2010.*

– En la UE la moneda única coexiste con una variedad de tipos de interés de los títulos de deuda pública emitida por cada Estado miembro. En el marco

actual de fuerte endeudamiento público, los mercados han ido exigiendo cada vez mayores primas de riesgo a los Gobiernos para adquirir sus títulos de ▷



deuda. Consecuentemente, los costes de obtener financiación en los mercados se han ido incrementando progresivamente, a medida que crecían las expectativas de «suspensión de pagos» del Gobierno heleno. Al mismo tiempo, el aumento de tipos incrementaba el coste del servicio de deuda soberana ya colocada. El resultado ha sido un círculo vicioso que ha hecho inevitable la intervención de la UE y del FMI.

– El contexto de esta «Gran Recesión» (como empieza a denominarse) ha limitado seriamente las posibilidades de los agentes de adquirir los títulos de deuda soberana, lo que ha presionado aún más las rentabilidades demandadas por los pocos posibles compradores y ha incrementado las posibilidades de los especuladores de obtener ganancias. Esto ha tenido incluso un efecto «contagio» sobre otros países como es el caso de España y Portugal, que han visto aumentado de manera sustancial el diferencial de sus títulos¹⁴ de deuda pública respecto al bono alemán.

¹⁴ En el caso especial del diferencial del bono a 10 años aumentó a cerca de 160 puntos básicos hasta el 4,26 por 100.

3. La crisis griega

Desde la adopción del Plan Económico de Recuperación Económica en el Consejo Europeo de diciembre de 2008 todos los Estados miembros han realizado un gran esfuerzo presupuestario para proporcionar medidas de apoyo fiscal en sus respectivas economías. El resultado ha sido un deterioro notable de sus cuentas públicas, y la apertura de Procedimiento por Déficit Excesivo en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en veinte de los veintisiete Estados miembros de la UE.

En el caso de Grecia, el desequilibrio fiscal de las arcas públicas ha alcanzado niveles extremos. Así en octubre de 2009 el nuevo Gobierno griego revisa el nivel de déficit público de 2008 desde un 5 a un 7,7 por 100, y pronostica para el 2009 un déficit del 12,5 por 100. La situación de Grecia se agravó tras el anuncio de Eurostat, de revisar por tercera vez al alza el déficit público griego hasta situarlo en el 13,6 por 100 para 2009. Para el mismo año la deuda ascenderá hasta los 273.000 millones de euros lo ▷

que supone el 115 por 100 del PIB. Para este ejercicio las previsiones elevan la deuda hasta el 120 por 100 del PIB. (Gráfico 3).

Esta modificación de datos estadísticos provocó una fuerte pérdida de credibilidad de los datos estadísticos proporcionados por las autoridades griegas y una fuerte pérdida de confianza de los mercados financieros internacionales sobre la situación de las finanzas públicas griegas, así como un fuerte deterioro de la calificación de la deuda pública griega.

Así en abril de 2010, la agencia de calificación de riesgo *Standard and Poors* revisó a la baja su nota sobre la deuda griega hasta alcanzar la BB+ equiparable a «bonos basura». Esto, a su vez, provocó una fuerte caída en las principales plazas bursátiles de Europa, especialmente en la bolsa griega, que ha retrocedido un 25 por 100 en lo que va de año. Todo ello ha provocado tres efectos adversos de importancia:

1. Dificultará en gran medida las posibilidades de financiación de los bancos griegos, dado que a partir de 2011, el BCE sólo aceptará títulos de deuda con una calificación que sea como mínimo de A- como garantía para conceder liquidez a la banca privada. Esto puede conllevar a una contracción del crédito privado a empresas y familias si Grecia no remonta su calificación para antes del 2011.

2. Encarecimiento de la financiación del sector público griego, aspecto preocupante dado su elevado nivel de deuda pública. De hecho, el diferencial del bono griego con el bono alemán ha llegado a alcanzar los 800 puntos. Esta situación es crítica teniendo en cuenta que el 19 de mayo se cumplió un primer plazo de los vencimientos de la deuda griega, lo que aumentó una percepción del riesgo de suspensión de pagos por parte de Grecia, y del riesgo de contagio a otros Estados miembros como Portugal, Irlanda, Italia o España.

3. El riesgo de contagio a otros Estados miembros de la eurozona ha conllevado a que los mercados financieros internacionales apuesten por una posición bajista respecto al euro. De hecho, desde el comienzo del año, el euro se ha deprecia-

do un 5,1 por 100 frente al dólar y un 9,2 por 100 frente al yen. Actualmente, a fecha 2 de junio, el tipo de cambio se sitúa a 1,220 dólares por euro, lejos de los 1,50 dólares por euro que alcanzó a principios de diciembre de 2009.

El riesgo de suspensión de pagos de la deuda griega empezó a hacerse evidente en los mercados financieros provocando ataques especulativos sobre el euro. En este contexto, los Estados miembros, liderados por Alemania y Francia, empezaron a ofrecer un plan de rescate si se plantease la necesidad ante la solicitud del Gobierno griego.

Los motivos que pueden explicar esta movilización europea son el posible contagio a otros países europeos con economías más importantes y el peligro real que este escenario pudiera representar a los bancos acreedores, principalmente franceses y alemanes. El coste del rescate a Grecia sería relativamente más pequeño, que el coste del rescate a bancos europeos que pudiesen quebrar como consecuencia de la suspensión de pagos de Grecia. Además el impacto sobre el euro de la suspensión de pagos de la deuda griega tendría un coste mayor para todos sus miembros que tener que sufragar el coste del rescate.

Durante el Consejo Europeo del 11 de febrero, los países miembros de la UE expresaron su apoyo al Gobierno griego, invitando al Consejo Ecofin del 16 de febrero a efectuar recomendaciones basadas en la propuesta de la Comisión y en las medidas adicionales anunciadas por el Gobierno griego. El Consejo Europeo del 11 de febrero indicó que los países de la Unión Monetaria actuarían en caso necesario de forma determinada y coordinada para asegurar la estabilidad de la eurozona.

El Eurogrupo, reunido a nivel de jefes de Estado y de Gobierno, reafirmó en su reunión del 25 de marzo, coincidiendo con el Consejo Europeo, su compromiso de llevar a cabo una acción determinada y coordinada si fuese necesaria. En la declaración publicada en dicha ocasión los Estados miembros anunciaron su intención de contribuir con préstamos bilaterales coordinados, a lo que se añadiría financiación del FMI. ▷

El día 11 de abril el Eurogrupo anunció un programa a tres años de 30.000 millones de euros, en préstamos no concesionales (Euribor 3 meses + 300 pb), completado con créditos del FMI, y con objeto de proporcionar la ayuda a Grecia, cuando ésta lo solicite. Poco tiempo después, el día 23 de abril el Primer Ministro griego solicitó oficialmente la activación del plan de rescate a la economía griega. Desde entonces, expertos del Fondo Monetario Internacional, de la Comisión Europea y del Banco Central Europeo comenzaron los trabajos técnicos para concretar el paquete de ayuda financiera a Grecia, antes de que el 19 de mayo venciera la deuda pública griega por valor de aproximadamente 8.500 millones de euros y 20.000 millones de euros adicionales antes de finales de año.

Ante la delicada situación económica de la economía griega, y la elevada deuda pública griega que alcanza los 300.000 millones de euros, el 2 de mayo los ministros de Finanzas y Economía de la eurozona acordaron por unanimidad activar la ayuda a Grecia y publicaron una nueva declaración anunciando que el paquete de asistencia a Grecia se realizaría por un importe de 110.000 millones de euros, de los que el Eurogrupo aportará 80.000 millones (30.000 durante el primer año), en forma de préstamos bilaterales mancomunados. El resto, 30.000 millones será una contribución del FMI.

Finalmente, el día 7 de mayo el Eurogrupo, a nivel de jefes de Estado y de Gobierno, anunció en una declaración la puesta en marcha del plan de ayuda a Grecia, que le permitiría disponer de liquidez antes del día 19 de mayo. El Gobierno griego, en contrapartida, se ha comprometido a llevar a cabo un ambicioso plan de ajuste, para corregir los graves desequilibrios presupuestarios y establecer las bases para recuperar la competitividad, reforzar el crecimiento y la creación de empleo. Así, el día 9 de mayo la Comisión, en nombre de los Estados miembros de la zona euro, firmó un acuerdo de préstamo para Grecia.

Adicionalmente, esta medida se ha completado con los acuerdos alcanzados en el Ecofin extraordinario de 9 de mayo.

Se trata de un marco europeo de estabilización, que se basa en el artículo 122.2 del Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE) y un acuerdo intergubernamental de los Estados miembros de la zona del euro.

A continuación se describe la respuesta comunitaria ante la crisis griega en la adopción de medidas a corto, medio y largo plazo.

Medidas a corto plazo: el paquete de ayuda a Grecia

El paquete de ayuda financiera a Grecia consiste en un programa por tres años, cofinanciado por los Estados miembros (representados por la Comisión) y por el FMI, que pondrá a disposición de Grecia un importe de hasta 110.000 millones de euros, de los que los Estados aportarían 80.000 (hasta 30.000 durante el primer año). El primer desembolso tuvo que estar disponible antes del 19 de mayo para que el Gobierno heleno pudiera afrontar las obligaciones derivadas de los vencimientos de sus títulos.

La ayuda se encuentra condicionada al desarrollo, por parte de Grecia, de un duro plan de ajuste fiscal que jurídicamente quedará establecido en una decisión del Consejo basada en los artículos 126(9) y 136 del Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE). Así, el apoyo financiero a Grecia se condicionará al cumplimiento de lo dispuesto en un Memorando de Entendimiento (ME) o *Memorandum of Understanding* (MoU) que debe suscribir Grecia con la Comisión, en representación de los Estados miembros y previa aprobación de éstos.

Desde el punto de vista jurídico el paquete de ayuda financiera a Grecia consta de dos Acuerdos:

Acuerdo de Servicio de Préstamo (Loan Facility Agreement) entre Grecia (como prestatario) y los EEMM (como prestamistas), representados por la Comisión, contempla un préstamo de 80.000 millones de euros en tres años. España aportará en total 9.794.387.452,7 euros, importe calculado según su cuota de participación en el capital desembol- ▷

sado por el Banco Central Europeo (BCE), ajustada a los Estados de la eurozona, excluyendo a Grecia (12,24 por 100). Se trata de un préstamo no concesional sobre el que se aplicará un interés equivalente al euribor a tres meses más 300 puntos básicos.

Acuerdo entre Acreedores (Intercreditors Agreement) entre los Estados miembros comprometiéndose a aportar un importe equivalente a su cuota de participación en el Banco Central Europeo, ajustada a los Estados miembros de la eurozona, excluyendo a Grecia. Este acuerdo entró en vigor en el momento de su firma.

El Acuerdo de Préstamo de ayuda a Grecia fue firmado el día 9 de mayo por la Comisión, en representación de los Estados miembros de la eurozona, y Grecia.

El 18 de mayo, de acuerdo con los datos facilitados por el Ministerio de Finanzas griego, Grecia recibió los primeros 20.000 millones de ayuda del plan de rescate aprobado por la UE y el FMI. Un total de 10 Estados de la eurozona han suscrito el Acuerdo de Servicio de Préstamo. Entre los países que más han aportado a este primer tramo, se encuentran Alemania (4.400 millones) Francia (3.300 millones) e Italia (2.900 millones), seguidos de España, con 1.900 millones. La contribución española para los próximos tres años ascenderá a 9.794 millones de euros.

En cualquier caso, los sucesivos desembolsos a favor del Tesoro público griego estarán condicionados a la evaluación que realice la Comisión y el Consejo Europeo sobre las políticas llevadas a cabo por Grecia para sanear sus cuentas.

Medidas a medio plazo: el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera

La crisis griega ha puesto en evidencia la fragilidad de los mercados financieros y una de las principales debilidades de la eurozona: la inexistencia de un mecanismo para responder a las crisis financieras. Los Estados de la zona euro así lo han percibido y en consecuencia, el 9 de mayo, en el

marco del Consejo Ecofin¹⁵, decidieron implantar un paquete de medidas para preservar la estabilidad financiera de Europa.

En base al artículo 122.2 del TFUE¹⁶ se creará un paquete de estabilidad financiera con una dotación inicial de hasta 770.000 millones de euros.

El paquete tiene tres componentes:

El primero, un mecanismo para proporcionar ayuda financiera por parte de la Comisión Europea de hasta 60.000 millones de euros, para garantizar la estabilidad financiera de la zona euro. Su movilización, no obstante, estará sujeta a una fuerte condicionalidad, similar a la establecida por el FMI. Jurídicamente, por el artículo 122.2 del TFUE y por un reglamento que ya ha sido formalmente aprobado¹⁷. La Comisión Europea aportará a los Estados miembros que así lo necesiten la ayuda, financiándose en los mercados de capitales o bien por medio de instituciones financieras.

Como segundo componente, la UE aportará un volumen de 440.000 millones de euros mediante un *Special Purpose Vehicle*. La participación de los Estados en el mecanismo se calculará de forma coordinada y sobre una base *pro rata*, que se mantendrá durante tre años. Así, el Eurogrupo del día 21 ha examinado un borrador de acuerdo intergubernamental para crear el Fondo Europeo de Estabilización Financiera (*European Financial Stability Facility*, EFSF).

Como tercer componente, el FMI, por su parte, participará, como mínimo, con un importe igual a la mitad del volumen de financiación europea (250.000 millones), de acuerdo con sus propios mecanismos y líneas financieras.

Asimismo, en sus conclusiones, el Consejo Ecofin de 9 de mayo muestra su apoyo al compromiso de España y Portugal de llevar a cabo un plan de consolidación presupuestaria a lo largo de 2010 ▷

¹⁵ Conclusiones del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros del 9 de mayo de 2010, ECOFIN 262, 9602/10.

¹⁶ « En caso de dificultades...en un Estado miembro...el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá adoptar..., una ayuda financiera comunitaria al Estado miembro en cuestión.»

¹⁷ Reglamento (UE) n° 407/2010 del Consejo de 11 de mayo de 2010 por el que se establece un mecanismo europeo de estabilización financiera.

y 2011. Estos fueron presentados formalmente en el pasado Ecofin del 18 de mayo. La Comisión deberá pronunciarse, en el marco del Procedimiento por Déficit Excesivo (PED) del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) sobre la idoneidad del plan propuesto, aportando un informe sobre el mismo en el próximo Ecofin de julio.

Medidas a largo plazo: reforzar la coordinación de políticas económicas

La Comisión adoptó el 12 de mayo una comunicación sobre el fortalecimiento de la coordinación de política económica en la UE (COM (2010) 250 final). Este documento desarrolla algunas de las ideas ya lanzadas por la Comisión en su comunicación sobre los diez años de vigencia del euro, relativas a la necesidad de mejorar los mecanismos existentes de coordinación de política económica.

La Comunicación propone reforzar la gobernanza económica de la zona euro sobre tres ejes:

1. Reforzar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, como pieza angular de la supervisión de políticas fiscales, en su vertiente preventiva y correctiva: apertura de Procedimiento de Déficit Excesivo por incumplimiento del criterio de deuda, congelación de fondos de cohesión para los Estados incumplidores, etcétera.

2. Ampliar y profundizar la supervisión económica: posible creación de un marco estructurado de supervisión, estableciendo indicadores de desequilibrios macroeconómicos (productividad, costes laborales, tasa de empleo y de desempleo, balanza de pagos, etcétera).

3. Creación de un mecanismo permanente de resolución de crisis, sujeto a una fuerte condicionalidad (en materia presupuestaria y de reformas estructurales) y con un tipo de interés lo suficientemente costoso como para disuadir a los Estados beneficiarios a volver a endeudarse en los mercados.

Asimismo, el comisario Barnier ha presentado el 26 de mayo de 2010 una Comunicación sobre Fondos de Resolución Bancaria, proponiendo la

creación de fondos nacionales de rescate para el sector financiero, dotados a través de una contribución previa de las entidades financieras. La Comisión fija 2011 como plazo inicial para presentar cualquier proyecto legislativo.

Adicionalmente, se propone la creación del «semestre europeo» (enero a junio) para que los Parlamentos de los distintos Estados miembros presenten sus proyectos de presupuestos a sus socios, para que éstos, llegado el caso, puedan hacer sus comentarios y observaciones.

El objetivo perseguido es poder detectar, de esta manera, posibles inconsistencias y divergencias entre las políticas de los Estados y los objetivos europeos. Como calendario posible la Comisión propone que estas medidas empiecen a aplicarse a principios de 2011.

Durante el Ecofin de mayo se debatió la Comunicación de la Comisión, que contribuirá al debate presentando un informe del grupo de trabajo en el Consejo Europeo de octubre. Este grupo de trabajo, presidido por Van Rompuy, está constituido por representantes de los Estados, la presidencia rotatoria del Consejo y por el BCE. El primer encuentro tuvo lugar el 21 de mayo.

En dicha ocasión, se alcanzó un alto nivel de consenso sobre la necesidad de reforzar el PEC, aplicando incluso sanciones. Alemania, en este sentido, a través de las declaraciones de su ministro de Finanzas (Shaüble)¹⁸ ha propuesto retirar el derecho de voto y congelar los fondos estructurales a los países que no cumplan con los compromisos del PEC. Francia, por su parte, como manifestó la ministra Lagarde, apoyaría la idea de sancionar a los Estados que superen los límites permitidos de deuda y déficit público pero considera que también deben tenerse en cuenta otros parámetros como el crecimiento económico y los diferenciales en competitividad de los Estados. Se trata, en cualquier caso de un debate que no ha hecho más que empezar y que, con toda seguridad, se prolongará durante meses, durante la próxima presidencia belga. ▷

¹⁸ Referencia de prensa del Boletín *Europe* de fecha 20 de mayo de 2010.

4. Conclusiones

Desde el inicio de la creación de la unión monetaria, los Estados miembros fueron conscientes de la necesidad de coordinar sus políticas fiscales. En este marco, se creó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento precisamente para tratar de evitar situaciones como las que finalmente se han producido. Este acuerdo político se estableció con el objetivo último de evitar una relajación excesiva de la política fiscal de uno o varios Estados miembros que pudiera llegar a penalizar a los demás Estados de la eurozona, presionando al alza a los tipos de interés y minando, en definitiva, la confianza en la moneda única.

Dada la gravedad de las circunstancias económicas, los Estados miembros llevaron a cabo costosos planes de estímulo fiscal amparados por el PERE (Plan Europeo de Recuperación Económica). El Consejo Europeo de diciembre de 2008 que aprobó este Plan, si bien invitó a respetar el PEC, defendió al mismo tiempo la flexibilidad de este compromiso de disciplina fiscal. La reforma del verano de 2005 del Pacto de Estabilidad impulsada por Alemania y Francia permitía superar, temporalmente, los umbrales de déficit y deuda, en condiciones de recesión económica. Esta situación ha cambiado en los últimos meses ante el crecimiento de los niveles de deuda y déficit en la UE, de modo que el PEC, tal y como se encuentra hoy en día configurado, resulta insuficiente para garantizar la consecución del objetivo para el que fue creado: la fortaleza del euro.

Por tanto, una primera y evidente conclusión se refiere a la necesidad de reformar el PEC, tanto en su vertiente preventiva como correctiva. Se trata de un debate que comenzó a lanzarse en el marco de la UE antes de que se iniciara la crisis de deuda pública griega. Los países se han ido posicionando, de modo informal, entre aplicar incentivos para favorecer el cumplimiento del Pacto o bien sanciones para penalizar su incumplimiento¹⁹, en línea con la opción incluida en las propuestas de la

Comisión. El debate se centrará presumiblemente en la definición del tipo de sanciones/incentivos a aplicar a los Estados incumplidores. Desde el punto de vista político, lo que parece claro es la necesidad de la UE de contar con instrumentos de coordinación económica que permitan prevenir situaciones como la actual, así como mecanismos estabilizadores en la eurozona.

La UE, y especialmente los euro Estados, han demostrado que están dispuestos a adoptar medidas costosas (en términos políticos y económicos) para garantizar la estabilidad de la moneda única, si bien ha habido un intenso debate interno al respecto.

En una fase prematura de la crisis y ante las presiones domésticas en contra de una posible asistencia a Grecia, se debatió acerca de la opción de recurrir al FMI para prestar ayuda al Gobierno griego, sometiénole a la estricta condicionalidad propia de esta institución multilateral, opción que fue objeto de apoyo en la prensa alemana. Mientras tanto, los países de la zona euro consideraban que políticamente no resultaba adecuado que fuera una entidad no europea quien acudiera en apoyo de los euromercados. Finalmente, se lograron firmar, en el marco del Eurogrupo, acuerdos internacionales de préstamo a Grecia, en los que, por primera vez en la historia del proyecto de integración, unos Estados acudían a «salvar» a otro, demostrando la «solidaridad» de la UE también en el marco de la UEM. Atrás quedó un complejo debate sobre la compatibilidad de dicha asistencia con la cláusula *no bail-out*²⁰ del Tratado de Funcionamiento de la UE.

En cuanto a Francia, también destacado prestamista al Gobierno heleno, la crisis impondrá avances importantes en la dirección que había venido defendiendo desde hace ya tiempo relativa a una mayor coordinación económica y al fortalecimiento de la gobernanza del euro.

Por último, España, que ocupa el cuarto lugar en cuanto al importe de fondos prestados a Grecia, ha manifestado desde el inicio un apoyo claro y ▷

¹⁹ Argumento defendido principalmente por Alemania, según entrevista al ministro Westerwelle en *El País* de 28 de mayo de 2010.

²⁰ Este tema fue planteado principalmente en Alemania.

decidido a la estabilidad de la zona euro y a Grecia. España, ha sido también objeto de tensiones en los mercados de deuda derivados de la crisis griega que han acelerado la necesidad de reducir el déficit público, de acuerdo con nuestros compromisos en el PEC, y de llevar a cabo un plan de ajuste, y evitar así la hipótesis de encontrarnos, en el futuro próximo, en una situación de tensión en los mercados similar a la experimentada por Grecia. El Gobierno español acaba de adoptar un paquete de medidas de contención del gasto público, que ha sido comentado en el Consejo Ecofin de mayo de forma positiva y que volverá a ser objeto de debate en las próximas reuniones del Consejo.

En el ámbito comunitario, en el contexto de la presidencia española se intentará además, sacar adelante varios temas que pueden tener en el futuro más cercano importantes repercusiones en varios ámbitos económicos de la UE, e incluso a nivel mundial. Se trata, fundamentalmente, del paquete de supervisión financiera europea y de la regulación de los *hedge funds* o Directiva AIFMD (*Alternative Investment Funds managers Directive*).

En primer lugar, resulta prioritaria la regulación de los *hedge funds* o fondos de inversión alternativos, principales responsables de la reciente crisis financiera. En este terreno, Reino Unido, dado el peso que tiene la *city* en este tipo de transacciones, ha mantenido una posición específica. Así, en el pasado Ecofin de febrero no fue posible lograr un acuerdo, teniendo en cuenta la proximidad de sus elecciones generales. Sin embargo, Francia y Alemania han apoyado desde entonces a la Presidencia, para conseguir la mayoría que ha permitido aprobar una nueva normativa en el pasado Ecofin de 18 de mayo, y que en estos momentos está en negociación con el Parlamento Europeo. Ésta incidirá en la necesidad de ofrecer mayor transparencia en los gestores de fondos que operan con dichos productos financieros, como es el caso de entidades no europeas que operan en nuestros mercados. A pesar de las implicaciones que esta normativa provocaría en las entidades de países terceros, especialmente norteamericanas, la conse-

cución de un acuerdo europeo en este sentido ofrecería a los mercados una clara señal sobre la determinación de los mandatarios de la UE de regular los productos financieros y reducir la especulación. Si la presidencia española logra el acuerdo en este ámbito, la UE acudiría a la próxima Cumbre G20 (junio, Toronto) con una clara posición de liderazgo.

También en el ámbito de la supervisión financiera, se pueden lograr claros avances bajo la presidencia española. Los principales obstáculos en este sentido se están planteando en el Parlamento Europeo (PE), que defiende posiciones incluso más alejadas que las propuestas iniciales de la Comisión. Actualmente, la adopción del futuro Sistema Europeo de Supervisión Financiera se encuentra en primera lectura entre Consejo y Parlamento. El primer diálogo tuvo lugar el día 13 de mayo, poniéndose entonces en evidencia las diferencias fundamentales existentes entre Consejo y PE. Éstas se refieren básicamente al deseo del PE de establecer un sistema de supervisión directa de las entidades nacionales, mientras que los Estados (Consejo) desearían mantener, en este ámbito las competencias de sus respectivos supervisores. El PE, tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, se encuentra políticamente reforzado por lo que tiene una gran capacidad de negociación no sólo en este *dossier*, sino también en otros igualmente importantes. En este caso, y simplificando en gran medida los debates actualmente en curso, el Parlamento desea dotar de mayores competencias e independencia a las Autoridades Europeas de Supervisión y crear mecanismos de estabilización financiera gestionados por las mismas. El mandato del Consejo Europeo establece que el nuevo Sistema de Supervisión deberá entrar en vigor en enero de 2011. Por el momento, las posiciones institucionales se encuentran bastante alejadas, si bien sería deseable un acuerdo que permitiría a la UE acudir a la Cumbre G20 de Toronto, con una posición de fuerza en este ámbito.

En lo que respecta a la lucha contra el fraude, otro de los grandes objetivos del G20, también se están planteando problemas en la UE para lograr ▷

un acuerdo sobre la Directiva de Fiscalidad del Ahorro y poner en práctica el Acuerdo Antifraude con Liechtenstein²¹ por lo que será necesario seguir trabajando en este tema.

Como conclusión podemos establecer que la creación de una unión monetaria obedece a una clara racionalidad de tipo económico, ya que únicamente si los países o regiones que constituyen un proceso de integración comercial avanzado adoptan una moneda única, se podrán maximizar los beneficios derivados del mismo. Por tanto, el proceso de integración comercial y de creación de un mercado común conlleva, tarde o temprano la integración monetaria.

Ahora bien, independientemente de la justificación económica, en el caso de la UEM encontramos razones de clara índole política. Los europeos históricamente se han mostrado adversos al riesgo de las fluctuaciones cambiarias, dado que la volatilidad de los tipos de cambio experimentada en el período entreguerras fue considerada como una de las causas del colapso de sus economías. Así, la idea de una unión monetaria siempre ha estado latente en el proyecto de integración comunitaria, no como un mero objetivo en sí mismo, sino como un paso intermedio para lograr el fin último: la unión política europea.

A nivel más general, el mantenimiento en el tiempo de las uniones económicas no se ha debido sólo a razones económicas, sino a ciertos aspectos políticos (la voluntad de los Gobiernos aceptada y apoyada por la sociedad civil) que difícilmente encajan en los modelos económicos. Ambos aspectos, económicos y políticos, se refuerzan mutuamente: la idoneidad económica genera voluntad política de sostener y mantener la unión monetaria (y a la inversa). La Unión Económica y Monetaria no representa un fin en sí mismo sino una pieza más de un proyecto de integración política.

En este sentido, las medidas adoptadas en las últimas convocatorias del Eurogrupo y del Consejo Ecofin en este primer semestre de 2010

marcan un primer paso hacia la creación de un verdadero gobierno económico común, lo que supondrá sin duda un impulso hacia la unión política y una mayor integración en la UE.

Bibliografía

- [1] AHIJADO, M. y NAVASCUÉS, M. (eds.) (1998a): *Lecturas sobre Unión Económica y Monetaria*, vol. 1: Uniones históricas y áreas monetarias óptimas, Pirámide.
- [2] AHIJADO, M. y NAVASCUÉS, M. (eds.) (1998b): *Lecturas sobre Unión Económica y Monetaria*, vol 2: Áreas monetarias óptimas. Evidencia empírica en Europa, Pirámide.
- [3] BAYOUMI, T. (1994): «Un modelo formal de áreas monetarias óptimas», *IMF Staff Papers*.
- [4] BLANCHARD, O.J. y MUET, P.A. (1993): «La competitividad por medio de la desinflación: valoración de la estrategia macroeconómica francesa», *Economic Policy*.
- [5] BUITER, W., CORSETTI, G. y ROUBINI, N. (1993): «Déficits excesivos: sentido y sin sentido en el Tratado de Maastricht», *Economic Policy*.
- [6] COHEN, B. (1994): «Más allá de la UME: el problema de la sostenibilidad», en Eichengreen, B.; Frieden, J. (eds.): *The Political Economy of European Monetary Unification*, Westview Press.
- [7] COM 238 (2008): Comisión Europea «UEM@10- Logros y retos tras diez años de Unión Económica y Monetaria» Bruselas, 07 mayo de 2008.
- [8] EICHENGREEN, B. (1991): «¿Es Europa un área monetaria óptima?». *NBER*.
- [9] FLANDREAU, M. (1993): «El sesgo inflacionista de una moneda común. El puzle de la Unión Latina», *European Economic Review*.
- [10] FRIEDMAN, M. (1953): «El argumento a favor de tipos de cambio flexibles», en *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press.
- [11] HOLFERRICH, C. L. (1993): «¿La unificación monetaria precedió o siguió a la unificación política de Alemania en el siglo XIX?», *European Economic Review*. ▷

²¹ Ello se debe a las posiciones defendidas por Austria y Luxemburgo a este respecto.

- [12] KENEN, P.B. (1969): «La teoría de las áreas monetarias óptimas: un punto de vista ecléctico», en Mundel, R.; Swaboda, A. (eds): *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago University Press.
- [13] KRUGMAN, P. (1993a): «Lessons of Massachusetts for EMU», en Torres, F. y Giavazzi (eds.): *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- [14] KRUGMAN, P. (1993b): «What do we need to know about the International Monetary System?», *Essays in International Finance*, Princeton.
- [15] LABORDA, A. (2007) «La inflación diferencial con la UEM : ¿Una cuestión de convergencia» *Papeles de Economía Española*, nº. 111 p. 128-147.
- [16] LEBLOND, P. (2006) «The political Stability and Growth Pact is dead: long live the economic Stability and Growth Pact». *Journal of Common Market studies / University Association fo.* vol. 44, nº 5.
- [17] MALO DE MOLINA, J.L. (2007): «Los principales rasgos y experiencias de la integración económica española en la Unión Económica y Monetaria». *Papeles de Economía Española*, nº. 11.
- [18] McKINNON, R. (1963): «Áreas monetarias óptimas», *American Economic Review*.
- [19] MONGELLI, F.P (2002): «New Views on the Optimun Currency Area Theory: What is EMU telling us?», *European Central Bank, Working Paper*, nº 138.
- [20] MUNDELL, R. (1961): «Una teoría de las áreas monetarias óptimas», *American Economic Review*.
- [21] SALA I MARTIN, X. y SACHS, J. (1991): «Federalismo fiscal y áreas monetarias óptimas: enseñanzas para Europa de la experiencia de EEUU», *NBER*.
- [22] SERRANO, C. y MONTORO, B. (2010): «El Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las finanzas públicas en la zona euro». *Boletín Económico de de Información Comercial Española*, nº 2905, 16 al 28 de febrero, pp. 3-20, Madrid.
- [23] SERRANO, C. y MONTORO, B. (2010): «La respuesta de la Unión Europea ante la crisis económica. El Plan Europeo de Recuperación Económica» *Boletín Económico de Información Comercial Española*, nº 2988, 1 al 15 de mayo, pp. 15-32, Madrid.
- [24] VIÑALS, J. (1994): «La construcción de la Unión Monetaria Europea: ¿resulta beneficiosa, en dónde estamos y hacia dónde vamos?» *Información Comercial Española. Revista de Economía*, nº 728, pp. 43-66, abril.

NORMAS DE PUBLICACIÓN

1. Las contribuciones se enviarán en formato Microsoft Word a la dirección de correo electrónico ice.ssc@comercio.mityc.es
2. Sólo se admitirá material original no publicado ni presentado en otro medio de difusión.
3. La extensión total del trabajo (incluyendo cuadros, gráficos, tablas, notas, etc.) no debe ser inferior a 15 páginas ni superior a 20. El espaciado será doble y el tamaño de letra 12.
4. En la primera página se hará constar el título del artículo que será lo más corto posible y la fecha de conclusión del mismo, nombre y dos apellidos del autor o autores, filiación institucional, dirección, teléfono y correo electrónico de cada uno de ellos, así como la forma en que desean que sus datos aparezcan.
5. En la segunda página del texto estarán el título que deberá ser breve, claro, preciso e informativo, un resumen del trabajo (con una extensión máxima de 10 líneas), de 2 a 6 palabras clave que no sean coincidentes con el título y de 1 a 5 códigos de materias del *Journal of Economic Literature* (clasificación JEL) para su organización y posterior recuperación en la base de datos del *Boletín Económico de ICE*.
6. En las siguientes páginas se incluirán el texto, la información gráfica y la bibliografía con la siguiente estructura:

- Los apartados y subapartados se numerarán en arábigos respondiendo a una sucesión continuada utilizando un punto para separar los niveles de división, con la siguientes estructura:

1. Título del apartado

1.1. Título del apartado

1.1.1. Título del apartado

2. Título del apartado

- Habrá, por este orden, introducción, desarrollo, conclusiones y bibliografía y anexos si los hubiera.
- Las notas irán numeradas correlativamente y puestas entre paréntesis, incluyéndo su contenido a pie de página y a espacio sencillo. Sólo deben contener texto adicional y nunca referencias bibliográficas.
- Los cuadros, gráficos, tablas y figuras se incluirán en el lugar que corresponda en el texto generados por la aplicación Word, no admitiéndose su inserción en formato de imagen. Todos deberán llevar un número correlativo, un título y la correspondiente fuente.
- Las referencias a siglas deberán ir acompañadas, en la primera ocasión que se citen de su significado completo.
- Las citas de libros y artículos en el texto se indicarán entre paréntesis con el apellido del autor y el año. En el caso de referencias de tres o más autores han de figurar todos cuando se citen por primera vez y después sólo el primer autor seguido de *et al.*
- La bibliografía se ordenará alfabéticamente con el siguiente formato.

— LIBRO:

Apellidos e inicial del nombre de todos los autores en mayúsculas. Año de publicación entre paréntesis: título completo, edición, lugar de publicación. Editorial.

Ej.: CARREAU, D., FLORY, T. y JUILLARD, P. (1990): *Droit Economique International*, 3ª edición, París. LGDJ.

— ARTÍCULO:

Apellidos e inicial del nombre de todos los autores en mayúsculas. Entre paréntesis año de publicación: título completo del artículo citado entrecomillado, nombre de la publicación en cursivas, fascículo y/o volumen, fecha de publicación, páginas. Lugar de publicación.

Ej.: VIÑALS, J. (1983): "El desequilibrio del sector exterior en España: una perspectiva macroeconómica", *Información Comercial Española. Revista de Economía* nº 604, diciembre, pp. 27-35, Madrid.

BICE retiene todos los derechos de reproducción de los artículos editados aunque tiene como práctica habitual autorizar su reproducción siempre que se cite la publicación y se cuente con el permiso del autor. La autorización deberá solicitarse por escrito en la redacción de BICE. Los artículos publicados estarán disponibles en www.revistasICE.com