Miguel Otero-Iglesias*
Federico Steinberg**

LECCIONES DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL PARA FORTALECER LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

La crisis financiera global, a la que siguió la crisis del euro, ha puesto de manifiesto las debilidades de la estructura original de la UEM y la incapacidad de la moneda única en su actual diseño de proteger a la zona euro de los shocks monetarios y financieros provenientes de EE UU, así como de plantarle cara al dólar como moneda de reserva global. En primer lugar, este artículo subraya que, más allá de completar el edificio del euro con una unión bancaria completa, una unión fiscal y una serie de reformas institucionales que hagan a la moneda única resiliente y sostenible, es necesario entender por qué la teoría de las áreas monetarias óptimas y su concepción del dinero es claramente insuficiente para explicar los problemas del euro ante la crisis. Hace falta introducir factores de economía política y de poder con mayor claridad. En la segunda parte del artículo analizamos los pasos que deben darse si realmente se pretende avanzar en la internacionalización del euro, algo cada vez más necesario habida cuenta del cariz de la política económica exterior de EE UU y China.

Palabras clave: *unión monetaria, euro, crisis, unión fiscal, áreas monetarias óptimas, cartalismo.*
Clasificación JEL: *F15, F36, F41, F51, F59.*

1. El contexto de la crisis financiera global y de la crisis del euro

La crisis financiera global que comenzó en EE UU en 2007, y se intensificó con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, generó una durísima recesión global en 2009 y llegó a cuestionar la supervivencia del euro entre 2010 y 2012. Todos los países europeos sufrieron intensas caídas del PIB a partir de finales de 2008, pero lo más duro en términos de «crisis existencial» de la unión monetaria llegaría a partir de la debacle griega y su contagio. El riesgo de redenominación no quedó eliminado hasta que el gobernador del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, afirmó que haría lo necesario para salvar el euro, en julio de 2012, con el aval de la canciller alemana Angela Merkel, e incluso reapareció de forma

* IE University y Real Instituto Elcano.
** Universidad Autónoma de Madrid y Real Instituto Elcano.

fugaz en el verano de 2015, cuando el Gobierno heleno convocó un referéndum sobre las condiciones del tercer rescate griego.

Aunque parece que en el futuro el BCE actuará sin tapujos como prestamista de última instancia para los miembros del euro que sean considerados solventes, y que se han producido grandes avances encaminados a fortalecer la Unión Económica y Monetaria (UEM), lo cierto es que el euro todavía no está preparado para afrontar las próximas crisis sistémicas. Existe un amplio consenso en que la UEM está todavía lejos de haber completado su arquitectura institucional[1], y que una próxima crisis de cierta intensidad podría incluso volver a poner sobre la mesa la amenaza de desmembramiento de la Unión si se produjeran súbitas salidas de capital de algún país que volvieran a llevar a los inversores a creer que el euro es un proyecto reversible. Aunque resulte triste admitirlo, el euro (de momento para muchos aunque no para la mayoría de los ciudadanos que lo sigue apoyando), que fue diseñado para fortalecer la integración europea, parece que ha servido más para minar la confianza entre los países acreedores del norte y los deudores del sur que para caminar hacia la «unión cada vez más estrecha» de la que habla el tratado fundacional de la Unión Europea[2].

Por todo ello, sigue habiendo una intensa discusión acerca de qué lecciones extraer de la crisis y, sobre todo, de cómo completar la UEM. Pero este debate ha tendido a estructurarse alrededor de una discusión técnica entre economistas. Sobre la base de la teoría de las áreas monetarias óptimas, que plantea la necesidad de tener cierto sistema de transferencias para hacer frente a los *shoks* asimétricos una vez que los países pierden su soberanía monetaria y tienen limitada movilidad laboral, se ha centrado en la necesidad de completar la unión bancaria, establecer un presupuesto autónomo capaz de ejercer una función de estabilización o modificar el deficiente funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Asimismo, desde los países del norte, más reacios a compartir riesgos, se ha enfatizado la necesidad de aumentar el control sobre los presupuestos de los países que comparten la moneda única (sobre todo los del sur) para evitar el problema del riesgo moral. En definitiva, se ha tendido a compaginar «palos» y «zanahorias» (hoy en día abundan más los primeros que las segundas), tratando a las patas bancaria y fiscal de la UEM como un área más en los estudios de la Unión Europea reservada a ciertos especialistas (en este caso macroeconomistas), del mismo modo que sucede con áreas como la política exterior, la comercial o la agrícola.

Sin embargo, la integración monetaria no es un área más de la integración europea. Tampoco es una cuestión meramente técnica. La crisis del euro ha puesto de manifiesto que ser parte de una unión monetaria tiene enormes implicaciones políticas, sociales y hasta culturales para sus miembros, que van más allá de lo estrictamente económico. Y completar la unión bancaria, construir una unión fiscal o favorecer la unión económica para facilitar la convergencia real entre los distintos países y regiones es, en realidad, una suerte de unión política por la puerta de atrás. Téngase en cuenta que, tanto el respaldo fiscal para el fondo de resolución o de garantía de depósitos para la unión bancaria y el MEDE, como los efectos distributivos de ciertas políticas monetarias, conllevan elementos redistributivos de carácter político. Una política monetaria más laxa favorece a los países deudores, mientras que una más restrictiva suele ser bienvenida por los países acreedores. Por ello, es importante entender que la naturaleza de los conflictos distributivos que subyace a las uniones bancaria y fiscal es un tema de economía política en el que están en juego relaciones de poder, legitimidad y soberanía que requieren de un análisis que vaya más allá del debate técnico entre economistas. Esto no quiere decir que las propuestas sobre cómo reformar las distintas columnas

[1] Bénassy-Quéré *et al.* (2018), Almunia *et al.* (2018), Constâncio (2018) y Comisión Europea (2017).

[2] Matthijs y Blyth (2015), Stiglitz (2016) y Mody (2018).

del edificio del euro no deban ser técnicas, pero su justificación requiere dar un paso atrás y entender el dinero como un fenómeno social y político antes de diseñar un plan de acción que sea viable.

Esto se debe a que el dinero va mucho más allá de lo económico. Si lo entendemos como deuda, como explicaremos más adelante, es una relación social entre acreedor y deudor que inherentemente conlleva una relación de poder, en la que tradicionalmente el acreedor tiene mejores cartas. Por lo tanto, el dinero no se puede entender sin la política (Kirshner, 2003), lo que implica que la UEM tampoco puede sobrevivir sin un sustento de legitimidad política que pueda absorber los conflictos inherentes entre países acreedores y deudores[3]. Para eso se necesita mayor democracia a nivel europeo.

La otra gran debilidad que la crisis ha puesto de manifiesto, y que está relacionada con la primera, es que el euro, en su actual diseño, no está preparado para competir con el dólar como moneda internacional de reserva. Cuando se creó la moneda única, muchos europeos (en especial franceses) vieron en él un instrumento para ganar autonomía y poder monetario en relación con EE UU, protegerse de las erráticas políticas económicas estadounidenses (que generaban los llamados *shocks* del dólar), e incluso aumentar la influencia internacional de la Unión Europea (Otero-Iglesias, 2015a). Sin embargo, tanto la crisis financiera global como la crisis del euro demostraron que el dólar sigue sin tener rival en el sistema internacional. Y, si va a tenerlo, es más probable que sea el yuan chino y no el euro.

La causa de esta incapacidad de la divisa europea para ganar terreno al dólar como moneda internacional también es de naturaleza política. Mientras el euro siga siendo una moneda huérfana, sin un Estado y un ejército que la sustenten, su papel internacional estará limitado. Y si lograra tenerlo —lo cual requiere completar las uniones bancaria, fiscal, económica y política, como explicaremos después— necesitará además un impulso político para avanzar en su internacionalización. Por lo tanto, si la Unión Europea aspira a jugar un papel más relevante en la geopolítica internacional, en un mundo donde la cooperación multilateral está dejando paso a la rivalidad entre grandes potencias, necesita poder utilizar el euro como instrumento de política exterior, y esto requiere dar pasos adelante en su proyecto de integración.

En los siguientes apartados presentamos un análisis de economía política de las lecciones de la crisis en la última década para la UEM. Lo vertebramos sobre la idea de que, si se quiere entender por qué el euro ha desilusionado a tantos europeos[4] y qué hay que hacer para que funcione mejor, es necesario introducir explícitamente en el análisis tanto una concepción más amplia del dinero, como del poder monetario y los conflictos distributivos.

2. Primera lección: entender los problemas del euro requiere tener en cuenta la relación entre dinero y poder, lo que nos lleva a concluir que cierto grado de unión política en la zona euro es inevitable. Sin ella, el euro no será viable

Se ha convertido en un cliché decir que la UEM necesita una unión política para poder ser un proyecto duradero, pero para entender por qué resulta útil volver a las diferentes teorías del origen del dinero. La llamada teoría ortodoxa, que surgió con Adam

[3] Para ver qué países son deudores y acreedores netos en la UEM, pueden consultarse las estadísticas sobre la posición de inversión internacional neta proporcionadas por Eurostat: https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tipsii40&plugin=1. Es importante, además, añadir aquí que en una unión monetaria no solo hay una relación de acreedores y deudores entre Estados, sino también entre todo tipo de agentes económicos (y sociales).

[4] Aunque es cierto que los últimos eurobarómetros muestran que casi tres de cada cuatro ciudadanos en la zona euro apoyan la moneda única, todavía queda cerca de un 20 % de población que lo rechaza. Ese suele ser el caladero de votos de los partidos euroescépticos y antisistema. Para la serie del eurobarómetro, ver: http://ec.europa.eu/commfrontoffice/publicopinion/index.cfm/Survey/index#p=1&instruments=STANDARD

Smith, tiene numerosas lagunas (como veremos más adelante), mientras que la heterodoxa, aceptada por Schumpeter, nos resultará más útil.

El dinero, como la lengua, es un componente indispensable en la creación de una comunidad política. Es por eso que la UEM tiene que considerarse desde un punto de vista holístico y multidisciplinar.

En primer lugar, no se puede entender sin la historia. Desde el inicio de la cooperación monetaria, con el Plan Werner de 1970, y pasando por la serpiente en el túnel y el sistema monetario europeo posterior, el euro siempre ha aspirado a consolidar el proyecto de integración europea, teniendo por tanto una clara motivación política. En particular, debía contribuir a eliminar las tensiones entre Alemania y Francia. Esto supuso que, en su pacto fundacional, que después llevó al Tratado de Maastricht de 1992, hubiese un *quid pro quo,* por el cual Francia logró contener el poder monetario del Bundesbank con la creación del euro, mientras que Alemania cedió su soberanía monetaria a cambio de que su reunificación fuera aceptada.

Asimismo, el euro también se planteó como un símbolo de unión y defensa frente al exterior. Internamente, porque crearía vínculos monetarios y, por lo tanto, vínculos sociales comunes sobre la base de la cultura de la estabilidad de precios y de la soberanía monetaria compartida (algo que los países periféricos añoraban). Pero también hacia el exterior, dando respuesta a la hegemonía, en ciertos casos predatoria, del dólar y del papel de EE UU en el sistema monetario internacional, que tantos quebraderos de cabeza había generado a los europeos (Henning, 1998). Finalmente, el euro también aspiraba a estimular la actividad económica mejorando el funcionamiento del mercado interior, impulsando las reformas estructurales para aumentar la productividad, potenciando así los flujos de comercio y la integración financiera (Dyson y Featherstone, 1999).

Sin embargo, la visión del dinero que subyace al diseño de la UEM es la de las áreas monetarias óptimas, que deja de lado las consideraciones políticas. Esta visión, basada en los trabajos de Mundell (1961), y cuyos desarrollos posteriores sintetiza bien Krugman (2012), establece que cuanta mayor sincronización del ciclo económico, convergencia y movimiento de capitales y de trabajadores haya entre diferentes regiones, más sentido tiene que estas compartan una misma moneda. Esto llevó en los años setenta y ochenta del siglo pasado a diferentes visiones sobre cuándo y cómo había que construir la UEM. El Bundesbank y gran parte de la élite económica y política alemana consideró que la moneda única, al igual que sucedió con la unión de los Estados alemanes en el siglo XIX, sería la culminación de un proceso largo de convergencia económica, pero también política y cultural. Desde el punto de vista de los denominados «economistas» alemanes, los países que compartiesen el euro deberían también compartir una cultura de estabilidad de precios y presupuestos para que el experimento pudiese funcionar. Es decir, la futura unión tendría que sobrepasar lo económico y llegar a lo social y cultural.

La élite monetaria, económica y política francesa, sin embargo, tenía otra visión. Lo importante era reducir el poder económico de Alemania y el poder monetario del Bundesbank, con lo cual, la prioridad en la construcción europea debía ser la creación de la moneda única como paso previo para lograr una mayor convergencia económica, política y cultural. Esta visión de los llamados «monetaristas» franceses la resumió bien Jacques Rueff, ya en 1950, al indicar que *L'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas*; es decir, Europa se hará por la moneda o no se hará. Y desde el punto de vista francés, la capital política de esta unión debería ser siempre París. Es ahí donde se tomarían las decisiones geo macroeconómicas y geoestratégicas (Marsh, 2009; Brunnermeier *et al*., 2016).

Por lo tanto, a finales de los años ochenta, cuando se estaba redactando el Informe Delors que después llevaría al euro, la élite monetaria francesa coincidía con la alemana en que los países que iban a conformar la UEM no constituían un área monetaria óptima, pero argumentaba que justamente la creación de la moneda única sería un catalizador de convergencia. Al no

poder devaluar, y al atenerse al Pacto de Estabilidad y Crecimiento que se añadiría al Tratado de Maastricht, los países más débiles emprenderían las reformas estructurales necesarias para aumentar su productividad y competitividad. Se produciría así una integración hacia un área monetaria óptima de manera endógena. Esta visión era compartida entre las élites de Roma y Madrid, que siempre se agarraron al denominado como «vinculo externo» para vender las reformas al electorado doméstico.

Justamente, esa dinámica de convergencia pareció darse durante la primera década del euro. Los países de la denominada periferia crecían más y sus rentas per cápita se acercaban a las de los países del centro. El barco del euro parecía ser una construcción robusta y su solidez se veía reflejada en su apreciación frente al dólar. La moneda única se revalorizó casi un 100 % de 2002 a 2008. Sin embargo, cuando estalló la crisis en EE UU y se derrumbó Lehman Brothers, y con él el sistema financiero del Atlántico Norte, se pusieron de manifiesto las debilidades del euro. Fue en ese momento cuando ganaron credibilidad los economistas que habían sido críticos con la teoría de las áreas monetarias óptimas por ser demasiado economicista. Se hizo patente que el dinero no era solo un medio de cambio neutral. Como había mostrado Goodhart (1998) en un excelente artículo publicado un año antes del nacimiento del euro, hay dos interpretaciones de lo que es dinero, y si uno acepta la versión heterodoxa, entonces la teoría de las áreas monetarias óptimas tiene muchas limitaciones y los problemas que ha sufrido el euro se entienden mejor.

Esto se debe al hecho de que la teoría de las áreas monetarias óptimas emana de la interpretación tradicional u ortodoxa del origen del dinero. Según esta versión, que se remonta a Adam Smith, el dinero surge espontáneamente de la actividad mercantil (Ingham, 2004). La explicación del origen del dinero se podría resumir así: en algún momento indefinido de la historia, en una aldea imaginaria, los productores de bienes y servicios, y los mercaderes, se cansan del trueque y optan por usar una mercancía con valor intrínseco, divisible y no perecedera como medio de intercambio para facilitar la actividad económica. Históricamente, el oro y la plata han desarrollado esa función y es por eso que se conoce esta escuela como «metalista». De las tres funciones tradicionales del dinero —como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor— la más importante es la del medio de pago. El dinero en esta interpretación funciona igual que cualquier otra mercancía, es neutral y su valor está determinado por la ley de la oferta y la demanda. En esta interpretación del dinero no aparecen ni la política ni el poder.

Otra visión del dinero… que lleva a la necesidad de la unión política

Sin embargo, existe una segunda escuela del dinero, «cartalista» o heterodoxa. Según su visión, el dinero no surge espontáneamente del comercio porque su función más importante no es la de medio de pago, sino la de unidad de cuenta. Es la escala para medir valores y esta, históricamente, siempre ha sido introducida o impuesta por un poder político para recaudar impuestos (Goodhart, 1998; Ingham, 2004). La poca evidencia prehistórica que tenemos sugiere que el cuento de la aldea de Adam Smith nunca ha existido. Más bien se estima que el dinero surge en los imperios de Mesopotamia y Egipto allá por el año 3.000 a.C., cuando los emperadores empezaron a recaudar impuestos sobre una escala de valor concreta. Eso no quiere decir que no haya habido dineros privados a lo largo de la historia. Las criptomonedas de hoy pueden considerarse el último ejemplo. Pero, en caso de impago, guerra o epidemia, el poder político soberano legítimo, y con el monopolio del poder, ha sido el que ha estabilizado las áreas monetarias (Martin, 2013). De hecho, dinero, Estado y ejército siempre han ido de la mano. Y eso hace del euro, que de momento es una moneda huérfana, sin Estado y sin ejército, una divisa particular.

Según esta interpretación, el dinero es siempre deuda, y por lo tanto es siempre una relación social

entre un deudor y un acreedor, y como toda relación social, lleva necesariamente implícita una relación de poder. Esa relación de poder en tiempos modernos está mediada por el Estado, ya que es el agente más endeudado (emite deuda para construir infraestructuras y proporcionar servicios públicos) y el mayor acreedor (recauda impuestos y lo seguirá haciendo en un futuro, si hace falta, mediante el monopolio del uso legítimo de la violencia). Que hoy en día vivamos en un sistema monetario fiduciario, y no metálico, demuestra que la operatividad del dinero no está basada en una mercancía tangible con valor intrínseco, sino sobre un elemento totalmente abstracto: la confianza. La confianza en que cierta comunidad política, es decir, el soberano que emite el dinero, va a devolver en bienes y servicios el valor que está estipulado en un billete de papel (la carta) que sirve para pagar impuestos (de ahí el nombre de cartalismo),

El problema justamente está en que el euro no está respaldado por un soberano europeo (Otero-Iglesias, 2015b). En la primera década de su existencia esto se vio como una ventaja. La historia está llena de soberanos que manipularon la producción del dinero para crear inflación y así reducir el valor real de sus deudas. La despolitización del euro y la ortodoxia del BCE, heredada del Bundesbank, se veían como un factor de credibilidad, y hacían al euro muy atractivo como un depósito de valor. Pero cuando llegó la crisis financiera global y empezó el pánico y la búsqueda de valores refugio, muchos inversores internacionales empezaron a preguntar: ¿quién es el actor que va a estabilizar la situación en la zona euro? ¿dónde está la autoridad política legítima que va a resolver la crisis? Para este tipo de preguntas, la teoría de las áreas monetarias óptimas no tenía respuesta dada su ortodoxia a la hora de entender los orígenes del dinero. Esta teoría establece que en un área monetaria se tiene que tener un presupuesto federal para poder lidiar con *shocks* asimétricos porque la movilidad de los factores de producción nunca es perfecta, pero no explica por qué eso es así, ni cómo debe lograrse. Como se ha comentado anteriormente, en la interpretación ortodoxa del dinero no caben ni la política ni el poder.

Asimismo, la visión ortodoxa del dinero tendía a dejar de lado la esfera del crédito. Al considerar el dinero como neutral, los modelos macroeconómicos no introducían suficientemente las variables financieras. Macroeconomía y finanzas se estudiaban en silos independientes e incomunicados. Sin embargo, la crisis del euro, que empezó en Grecia a finales de 2009, no se puede entender sin analizar los flujos de crédito que se produjeron en la primera década del euro. Al estallar la crisis, muchos economistas identificaron correctamente la divergencia creciente entre las balanzas por cuenta corriente de los países del norte y del sur como uno de los factores que llevaron a la crisis. Esto se produjo, en parte, por las divergencias en inflación y productividad, pero la otra cara de los desequilibrios por cuenta corriente son los desequilibrios en la cuenta de capitales (Jones, 2016). Si unos países importan mucho más de lo que exportan, alguien tiene que financiar esas compras. Y ese alguien fueron justamente los países acreedores del norte de la Unión.

Como se ha explicado antes, el dinero es una relación social entre acreedores y deudores, y consecuentemente conlleva siempre una relación de poder. Al mismo tiempo, dependiendo de la intensidad de la relación, esta generará mayor fricción, pero también mayor interdependencia. Al fin y al cabo, donde hay un deudor irresponsable hay necesariamente un acreedor irresponsable. El euro ha creado este tipo de relación. Simplemente sucede que, por no analizar los canales de crédito, la teoría de las áreas monetarias óptimas no ha sabido identificarla. Por un lado, no ha entendido que ese mismo crédito estaba alimentando los desequilibrios macroeconómicos que llevaron a la crisis y, por otro, tampoco se ha dado cuenta de que justamente esa interdependencia crediticia iba a ser la que haría que el centro de la Unión rescatase a la periferia, a pesar de ir en contra del espíritu (y para muchos la letra) del Tratado de Maastricht (Steinberg y Vermeiren, 2016).

Así, Alemania y Francia no aceptaron rescatar a Grecia, Irlanda y Portugal y, sobre todo, después a España, solo por solidaridad, sino más bien porque si no lo hacían sus bancos irían a la quiebra. Es por eso mismo que la literatura que ha estudiado el lado social del dinero considera que una moneda compartida es como una lengua común (Helleiner, 1998). Sus usuarios, ya sean deudores o acreedores, viven una serie de fenómenos monetarios de manera conjunta que crean tensión y desavenencias, pero también lazos y una comunidad. Todavía más si esa misma moneda es atacada desde fuera, como ha sucedido en los últimos años, sobre todo desde el mundo anglosajón, que ha anunciado el hundimiento del barco del euro desde casi el primer día (Otero-Iglesias, 2017).

En definitiva, al considerar el dinero como un elemento neutral que no influye a largo plazo en el devenir de la economía real, la teoría de las áreas monetarias óptimas no prestó suficiente atención al sistema crediticio y por eso tampoco alertó de la necesidad de una unión bancaria. Ese reconocimiento solo llegó cuando muchos analistas, inversores y políticos descubrieron que el BCE era el prestamista de última instancia para los bancos comerciales, pero no para los Estados, y cuando se hizo evidente que se estaba formando un bucle diabólico entre los cada vez más débiles bancos nacionales y los Estados de la periferia de la UEM (De Grauwe, 2011). Eso es ciertamente problemático, porque como se ha indicado antes, históricamente es el soberano a través del control o la colaboración con el banco central el que estabiliza el sistema monetario y crediticio en caso de una crisis sistémica. Pronto los europeos descubrieron que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra estaban realizando una expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés), que no es otra cosa que financiar directamente el gasto público del Gobierno, mientras que el BCE lo tenía prohibido por Maastricht. Para salvar esa barrera legal, al BCE no le quedó otro remedio que intervenir en los mercados secundarios de deuda soberana, pero justamente eso solo aumentaba el bucle. Los bancos nacionales compraban cada vez más deuda soberana y se la vendían al BCE.

Finalmente, la lógica del dinero imperó. Si hay actividad crediticia, sobre todo bancaria, transnacional, tiene que haber una regulación y supervisión bancaria supranacional. Esto implica que la unión monetaria necesita una unión bancaria. Y entonces la pregunta es: ¿puede haber una unión bancaria sin una unión fiscal? Si uno entiende el dinero desde el cartalismo, no. Así como a nivel nacional hubo que rescatar en 2008 y 2009 a los bancos estadounidenses, británicos o alemanes con dinero del contribuyente porque la crisis era sistémica, lo mismo ocurrirá a nivel europeo en la próxima crisis sistémica. Por lo tanto, se necesita también una unión fiscal con un presupuesto federal. Y esta justificación se suma a aquella más aceptada por los economistas, que afirma que, dadas las limitaciones que la política fiscal tiene impuestas por las reglas europeas, es necesario un instrumento fiscal a nivel federal para compensar las caídas de demanda que puedan producirse por *shocks* externos, especialmente aquellas vinculadas con la inversión o el desempleo, que penalizan el crecimiento a largo plazo. Todo ello implica entrar en el debate sobre la necesidad de una unión de transferencias y sobre cómo se financiaría. En principio, lo ideal sería que las transferencias intrarregionales fuesen las mínimas posibles, pero para lograrlo se hace necesaria además una unión económica que asegure cierta convergencia real entre las estructuras económicas de los países, y eso implica realizar reformas estructurales concretas, que no necesariamente tienen que limitarse a una mayor flexibilidad y liberalización en el mercado laboral y en un aumento de la edad de jubilación, sino también en una mejor educación y formación (dual) profesional y continua, una política de innovación y una mayor transparencia y meritocracia en las Administraciones Públicas.

En todo caso, la pregunta más importante es si se pueden construir todas estas patas de la unión monetaria (bancaria, fiscal y económica) sin una unión política. Y, de nuevo, la ontología del dinero tal como la entiende la escuela cartalista dice que no. ¿Qué

legitimidad tienen los altos funcionarios del BCE, como supervisor único de la unión bancaria, para cerrar hipotéticamente un banco como Société Générale? ¿Qué legitimidad tiene el presidente del Eurogrupo para decidir sobre las políticas activas de empleo en España? ¿Qué legitimidad tiene el ministro de finanzas alemán para decidir si se financia de los bolsillos de los contribuyentes de todos los Estados miembros de la UEM el siguiente rescate para Grecia? ¿Qué legitimidad tiene la canciller Angela Merkel para decidir si Grecia se queda o se va del euro, como pasó en 2015? Muy poca. La historia del dinero desde hace 5.000 años es muy terca en este sentido. Las uniones monetarias no sobreviven sin una autoridad política legítima, es decir, un sistema de gobernanza que represente al soberano, que las pueda sustentar, estabilizar y defender. Resolver conflictos entre acreedores y deudores que son evidentemente transnacionales en una unión monetaria por la vía intergubernamental es altamente tóxico porque ensalza los instintos nacionalistas. Justamente esa falta de legitimidad se hizo patente con la creación del MEDE fuera del método comunitario, y las posteriores firmas de los memorándums de entendimiento (MOU por sus siglas en inglés) y la intrusión de la troika (también llamados los hombres de negro) en las economías políticas de los países rescatados de la periferia. Las poblaciones de esos países dejaron de tener agencia (*ownership*) en esos procesos de ajuste y eso minó la confianza en el proyecto de integración europea, tanto en el sur de la Unión como en el norte, donde la percepción de la ciudadanía era que se destinaba dinero a un pozo sin fondo, sobre todo en el caso de Grecia. Por lo tanto, para evitar estas tensiones, en el futuro, una mayor unión política es absolutamente necesaria.

En definitiva, quienes desde una visión economicista y estrecha siguen postulando que la unión bancaria, fiscal o política no es necesaria (Sandbu, 2015), y que un sistema de reglas fiscales creíble es suficiente para asegurar la estabilidad del euro y su viabilidad a largo plazo, están equivocados. Una unión fiscal apoyada por un soberano europeo y articulada a través de ciertos mecanismos de estabilización macroeconómica en un presupuesto común con capacidad para obtener sus propios recursos (mediante la emisión de deuda o la recaudación) y capacidad de actuar en caso de crisis sistémicas es indispensable (Almunia *et al.,* 2018). Como también lo es una unión bancaria completa (con seguros de garantía de depósitos incluidos). Sin ellos, el euro seguirá siendo una construcción endeble y el BCE tendrá que seguir yendo más allá de su mandato en tiempos de crisis, con la consiguiente erosión de su legitimidad a los ojos de algunos de los países del euro.

El problema es que la creación de un soberano europeo exige cierto nivel de unión política, y esto sigue resultando altamente problemático tanto por la resistencia de algunos países a compartir riesgos como por el auge de los nuevos movimientos nacionalistas. Pero no deberíamos engañarnos: esto ya se sabía cuando se creó el euro. Sin ir más lejos, el propio Helmut Kohl, en un discurso en 1991 ante el Bundestag afirmaba: «La unión política es la contraparte indispensable de la unión económica y monetaria (...) Resulta falaz pensar que se puede sostener una unión económica y monetaria de forma permanente sin una unión política». En la misma línea, Tommaso Padoa-Schioppa, afirmaba en 2004: «Los fundamentos de una moneda estable no pueden estar garantizados solo por el banco central. Tienen que apoyarse en una serie de elementos que solo un Estado o una comunidad política puede proveer». Y finalmente, De Grauwe, en 2012, decía de manera gráfica: «El euro es una moneda sin un Estado. Para que sea sostenible, es necesario crear un Estado europeo». En este sentido, la reciente creación de una Cooperación Estructurada Permanente (PESCO por sus siglas en inglés) en el ámbito de la defensa con un fondo de defensa europeo propio, es un importante paso en esa dirección. No hay que olvidarse que históricamente las comunidades políticas autónomas y soberanas se han cohesionado en torno a su seguridad y defensa.

3. Segunda lección: el euro todavía no está preparado para ser una moneda de reserva global y competir con el dólar, pero si completa su gobernanza y deja de ser una moneda huérfana, podría estarlo

Hace más de 50 años, Valery Giscard d'Estaing, entonces ministro de finanzas francés, se refirió a las ventajas que EE UU disfrutaba por emitir la moneda de reserva global como un «privilegio desorbitado» (Eichengreen, 2011). Con la creación del euro en 1999, muchos en Europa (y en particular en Francia) comenzaron a soñar que un día una divisa europea desbancaría al todopoderoso dólar estadounidense como moneda de reserva global. Ello permitiría a la Unión ganar autonomía estratégica, beneficiarse de la flexibilidad fiscal que disfrutan los emisores de una moneda de reserva global y protegerse de las externalidades negativas que la política monetaria estadounidense lleva generando desde hace décadas a través de sus desestabilizadores ciclos de expansión-contracción monetaria (Henning, 1998). De hecho, los más optimistas (Chinn y Frankel, 2008) llegaron a predecir que el euro superaría al dólar en la década de 2020, algo que ahora se antoja imposible. Y es que, incluso ante una crisis financiera global de enormes dimensiones, originada en EE UU, y que ha causado un serio daño a la hegemonía del modelo anglosajón de globalización financiera, el dólar sigue disfrutando de un estatus privilegiado. Además, el espectacular auge de la economía china y su creciente poder militar sugieren que, en todo caso, el yuan chino podría tener unas perspectivas más favorables como moneda internacional que el euro, en el largo plazo. Por todo ello, la lección de la crisis es clara. El euro, en su configuración actual, no está preparado para competir con el dólar (ni lo estará con el yuan cuando este se internacionalice de verdad).

Sin embargo, habida cuenta de que el descontento con el dólar va en aumento, que las erráticas, nacionalistas y antiliberales políticas del presidente Trump podrían contribuir a minar la confianza que hasta ahora los inversores internacionales han puesto en la moneda verde, y que la Unión Europea ha planteado abiertamente su intención de apoyar la internacionalización del euro ante el nuevo entorno geopolítico (Juncker, 2018), cabe preguntarse qué necesita hacer el euro para poder convertirse tanto en una moneda de reserva global como en un instrumento de la política exterior europea. Pero para ello, primero tenemos que analizar qué sostiene una moneda internacional.

Monedas internacionales y datos sobre su utilización

Una moneda internacional cumple varias funciones, tanto para fines privados como públicos. Es un depósito de valor en el que los individuos y las empresas invierten y que sirve para que los bancos centrales acumulen reservas. Además, es una unidad de cuenta, que sirve para denominar al comercio internacional o para que los países (sobre todo aquellos en vías en desarrollo y emergentes) fijen su tipo de cambio al de una moneda «ancla». Por último, una moneda internacional sirve como medio de pago, tanto para transacciones comerciales privadas como para intervenir en los mercados cambiarios, función que desempeñan los bancos centrales.

En el sistema monetario internacional existe una tendencia natural a que solo unas pocas monedas actúen como dinero internacional. Esta estructura oligopólica se debe a la existencia de externalidades de red y economías de escala, que hacen que cuantos más actores utilicen una moneda determinada, más aumente la probabilidad de que otros utilicen esa misma moneda porque les resultará más cómodo, eficiente y barato (Eichengreen, 2008). En ese sentido, como señalara en su día Kindleberger (1967), las monedas internacionales son como los idiomas: cuantos más agentes utilizan uno, mayor es la probabilidad de que otros comiencen a usarlo porque les resultará más conveniente para comunicarse.

Así, históricamente ha habido una moneda hegemónica y algunas secundarias, que permitían cierta diversificación en las carteras de activos de individuos y bancos centrales, por lo que se formaba una estructura piramidal de «dineros internacionales» (Cohen, 2000). Durante el siglo XIX la moneda hegemónica fue la libra esterlina y desde mediados del siglo XX el dólar estadounidense. Los cambios en la moneda hegemónica siempre han sido lentos debido a una importante inercia que dificulta que una moneda emergente desplace a la líder. Por ejemplo, el dólar no superó a la libra esterlina hasta la Segunda Guerra Mundial, a pesar de que el declive económico británico con respecto a EE UU comenzó a principios del siglo XX (Eichengreen, 2011).

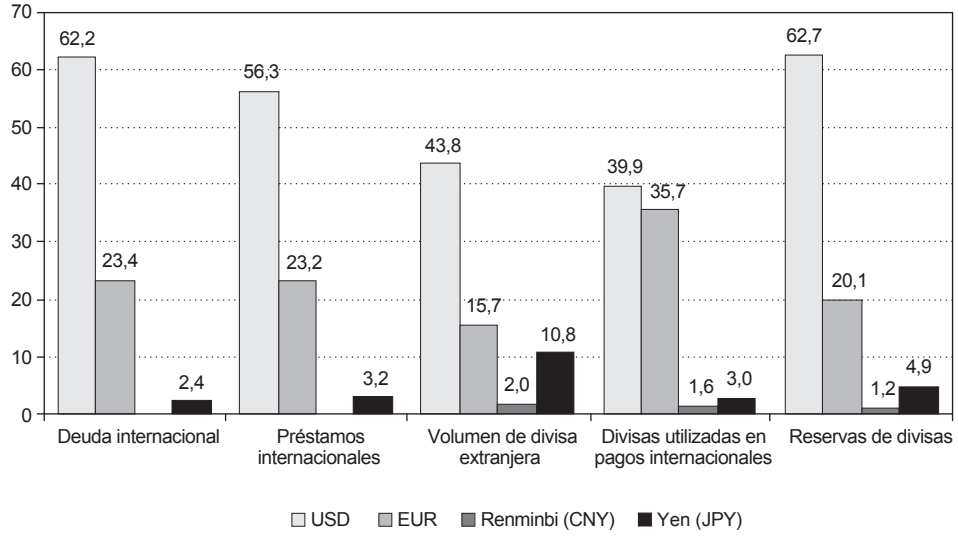
En definitiva, la consolidación de una moneda como dinero internacional depende de varias condiciones, que Helleiner (2008) resume en: confianza, liquidez y externalidades de red. Primero, debe estar respaldada por una economía fuerte, dinámica y de tamaño considerable, que además cuente con una cuota significativa del comercio mundial y una buena gobernanza económica. Segundo, debe estar emitida por un banco central que genere confianza, básicamente mediante un buen control de la inflación (para evitar la pérdida de valor de los activos). Tercero, debe contar con mercados financieros amplios, profundos y líquidos en los que se emitan una gran variedad de instrumentos que permitan diversificar el riesgo a los inversores. Cuarto (y aunque se trata de un elemento coyuntural y secundario), no debe esperarse una depreciación estructural de la misma, por lo que su Estado emisor no debe tener una acumulación insostenible de deuda. Por último, a todas estas condiciones económicas hay que añadir las preferencias de los Gobiernos y los elementos geoestratégicos vinculados a la seguridad, que pueden dar lugar a decisiones políticas por las que se adopte el uso de una moneda aunque no exista una justificación económica clara. Piénsese por ejemplo en los países del Golfo Pérsico (Otero-Iglesias, 2015a).

A lo anterior hay que añadir que, para que una moneda se convierta en la moneda internacional de reserva, el país que la emite debe estar interesado políticamente en jugar un papel de liderazgo en el Sistema Monetario Internacional (SMI). Ello se debe a que el emisor de la moneda de reserva disfruta de privilegios, pero también de costes o responsabilidades; Cohen (2012) lo explica en detalle. Entre las ventajas están los ingresos por señoriaje, la mayor flexibilidad de la que disfruta en su política económica al poder financiarse a menor coste, y la mayor influencia política sobre otros Estados. Todo ello constituye poder monetario, que en palabras de Cohen (2006, 31) es: «la capacidad de evitar los costes del ajuste (de la balanza de pagos), bien retrasándolos, bien trasladándoselos a otros». Sin embargo, el país que emite la moneda de reserva también debe estar dispuesto a aceptar una alta volatilidad en su tipo de cambio (sobre todo con apreciaciones inesperadas que perjudican sus exportaciones), así como a jugar un papel de estabilizador del SMI en momentos de incertidumbre mediante la provisión de liquidez. En otras palabras, debe proveer bienes públicos globales y liderazgo para la comunidad internacional, lo que supone incurrir en costes significativos.

Hasta ahora, mientras EE UU siempre se ha mostrado dispuesto a promover el papel del dólar como moneda de reserva desde la Segunda Guerra Mundial, la zona euro no ha mostrado la misma disposición. El BCE no tiene una política oficial sobre la internacionalización del euro y Alemania, tradicionalmente, no ha perseguido este objetivo porque su modelo de crecimiento está orientado hacia el exterior y un euro excesivamente fuerte perjudica sus exportaciones (algo similar le sucede a Japón, por lo que el yen nunca ha sido un serio candidato a moneda de reserva global). Por lo tanto, aunque la zona euro cumple la mayoría de las condiciones económicas objetivas para que la moneda única sea una moneda de reserva global, en el aspecto político flaquea. Y, como hemos visto, los elementos políticos incluyen desde una gobernanza adecuada, que incorpore uniones bancaria y fiscal, hasta cierto grado de unión política que deje fuera de dudas la viabilidad de la moneda en el largo plazo.

GRÁFICO 1

USO DE MONEDAS EN EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL, 2018 O ÚLTIMO DATO DISPONIBLE (En %)



FUENTES: BIS, IMF, SWIFT y cálculos del BCE.

En todo caso, más allá de las valoraciones teóricas, son los distintos agentes económicos (públicos y privados) quienes, por motivos económicos y políticos, demandan monedas de reserva. Los Gráficos 1 y 2 muestran la distribución mundial de monedas internacionales por sus principales usos, así como su evolución.

Se aprecia claramente la hegemonía del dólar en todos los ámbitos salvo en los pagos internacionales. Aunque el euro ha aumentado su peso en todas las categorías desde su creación en 1999, la supremacía del dólar sigue siendo evidente a pesar de que el peso de EE UU en la economía mundial representa en torno al 20 %, menos de la mitad que en 1945.

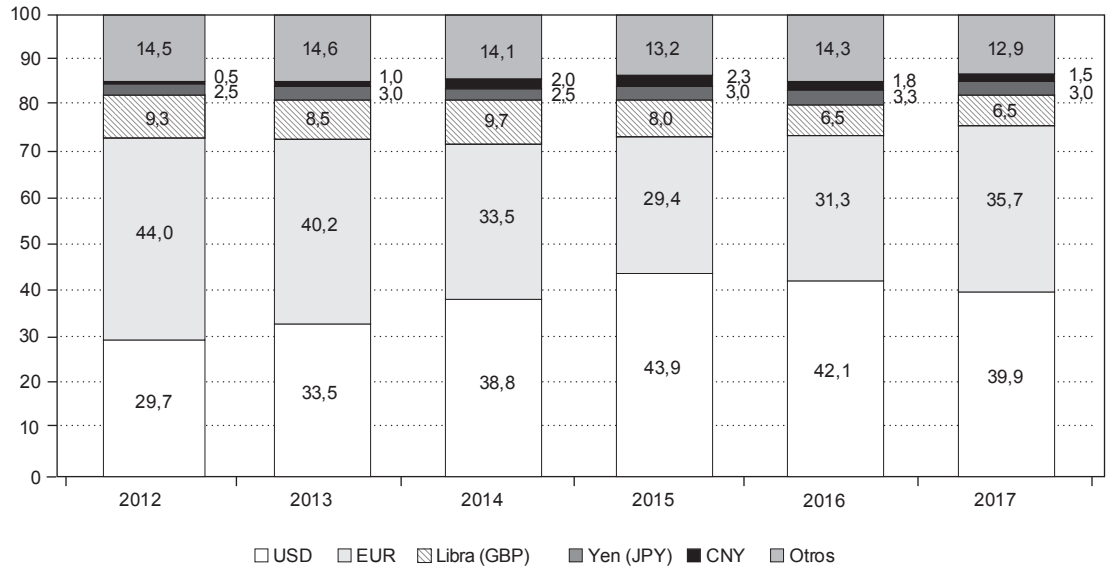
Lo que le falta al euro

En general, los países emergentes, y sobre todo China, ven la existencia de una alternativa al dólar como muy atractiva (Otero-Iglesias 2015a). Sin embargo, el euro todavía tiene varios problemas. No tiene un mercado de deuda pública lo suficientemente grande y líquido capaz de competir con el mercado de deuda pública estadounidense. En Europa hay diferentes títulos de deuda de los diferentes países de la zona euro, con lo cual esos mercados están mucho más fragmentados y son mucho más reducidos. Así, si China o Arabia Saudí empezaran a invertir agresivamente en cualquiera de los mercados de deuda pública europeos, lo colapsarían enseguida. El precio de los bonos subiría y su rentabilidad se desplomaría. Además, el euro se apreciaría, lo que despertaría los recelos de países como Francia o Alemania. En definitiva, los mercados de deuda pública del euro son simplemente demasiado pequeños y poco profundos.

No solo eso; a nivel técnico y de infraestructura el sistema financiero europeo está todavía muy por detrás

GRÁFICO 2

DIVISAS MÁS UTILIZADAS EN TRANSACCIONES INTERNACIONALES
(En %)



FUENTE: SWIFT.

del americano. Aparte de completar la unión bancaria, habría que avanzar en la unión del mercado de capitales. Para eso, sin embargo, sería necesario armonizar la legislación de insolvencia y los impuestos sobre sociedades. Los sistemas de pagos y los sistemas de emisión de deuda dentro de la zona euro también tienen que armonizarse y modernizarse. Como señala la Klaus Regling (2018), director ejecutivo del MEDE, mucha infraestructura de emisión de deuda soberana es de los años noventa y está anticuada. Además, la gran mayoría de los sistemas y las tecnologías de la información que se utilizan en los mercados financieros de la zona euro son de empresas americanas, con los riesgos de dependencia y posible falta de acceso y transparencia en momentos de crisis o de tensión diplomática o geopolítica entre la zona euro y EE UU que eso podría conllevar. Al final, ¿de qué sirven las leyes de protección de datos europeas, si los datos están almacenados en infraestructuras, como por ejemplo las nubes de Internet, que están en manos de terceros países que pueden acceder a esos mismos datos? No es que la zona euro no tenga un soberano, es que ni siquiera tiene soberanía financiera, ya que no controla lo que se conocen como «las cañerías» del sistema.

Lógicamente eso está cambiando y desde la crisis se han dado algunos pasos en la buena dirección (Pickford, *et al*., 2014; Hernandez de Cos, 2017). Por ejemplo, desde la creación del MEDE, se producen emisiones de deuda europeas, con las que se financian los rescates; emisiones que han sido bien recibidas por los inversores internacionales ya que *de facto* son eurobonos con calificación «AAA». El BCE también ha desarrollado el sistema de pagos *Target Instant Payment Settlement* (TIPS), que facilita las transferencias instantáneas en euros entre todos los países de la Unión Monetaria. A raíz de la retirada de EE UU del acuerdo nuclear con Irán y

de volver a imponer sanciones sobre este país, también se está barajando la posibilidad de crear un sistema de pagos internacional europeo alternativo a SWIFT, ahora mismo muy controlado por EE UU (Chazan, 2018).

Pero más allá de estos problemas de activos de inversión e infraestructura financiera, el principal obstáculo para la internacionalización del euro reside en la debilidad de su gobernanza y en su falta de unión política (lo que nos remite de nuevo al apartado anterior). A día de hoy, no está claro quién responde por el euro, quién es el contribuyente o el Estado que está detrás de la moneda, ni qué «soberano» asegura la viabilidad de la UEM a largo plazo. Es por eso que no hay un activo soberano libre de riesgo en la zona euro. La integración económica necesita de la integración política y viceversa. Y sin esto, tampoco puede haber una política exterior económica de la zona euro que promueva el uso internacional del euro. De hecho, anteriores trabajos ya han demostrado que la mayoría de las élites financieras de los países emergentes ven la creación del euro (y el aumento del peso del euro como moneda internacional) como una acción contrahegemónica de Europa que debería servir para disciplinar a EE UU en su política económica y que va a establecer mayor competencia y por lo tanto, mayor eficiencia en el SMI (Otero-Iglesias y Steinberg, 2013). Estas élites, sobre todo en China, desestiman, por tanto, la teoría de la estabilidad hegemónica, según la cual el sistema monetario mundial funciona mejor con una sola moneda internacional. Para el Gobierno chino, tres monedas internacionales no tienen por qué llevar a un conflicto. Cuanta más competencia entre monedas, mejor. Es más, en su cosmovisión, un triángulo de poder entre el dólar, el euro y el yuan chino sería la configuración más estable. Eso, sin embargo, exigiría una mayor cohesión interna, una política exterior común y una voz única para el euro. Un desafío mayúsculo.

4. Conclusión: La utopía de la unión política

En un reciente artículo, el economista Kenneth Rogoff (2018) decía que hacer una unión monetaria sin una unión fiscal es jugar con fuego (su cita, de difícil traducción, es: *Monetary union without fiscal union is an accident waiting to happen*). Nosotros añadimos que, en realidad, jugar con fuego es avanzar en la unión monetaria (y fiscal) sin cierta unión política. La teoría cartalista del dinero que hemos expuesto así lo demuestra, y la dura experiencia de la crisis del euro, en la que el desempeño de la Unión fue manifiestamente mejorable porque no contaba con los instrumentos fiscales y monetarios para hacer frente a la crisis, así lo atestigua.

El desafío es mayúsculo, pero no imposible. El dinero, al enfrentar deudor contra acreedor, puede desunir, pero también crear una interdependencia que aumente las posibilidades de cooperación (Otero-Iglesias, 2017; Steinberg y Vermeiren, 2016). Pese a las adversidades, y el crecientemente complejo entorno geopolítico, quizás la Unión Europea reviva el espíritu del Sacro Imperio Romano y se convierta en una unión política transnacional fragmentada hacia adentro (por lo tanto, lejos de convertirse en los EE UU de Europa) pero unida hacia fuera y con la capacidad de recaudar impuestos y emitir eurobonos para enfrentarse a las tormentas externas. Si lo lograra, cumpliría con las premisas cartalistas del dinero. Además, esto permitiría al euro avanzar como moneda internacional de reserva y, junto al dólar y el yuan, conformar un sistema global multidivisas, que reflejaría mejor la multipolaridad del sistema económico (y político) internacional.

Pero mientras el euro no complete su unión bancaria y fiscal, y no se dote de instrumentos políticos e institucionales para mejorar su gobernanza, incluidos los eurobonos, una voz común en el mundo y una silla única en las instituciones financieras multilaterales, no podrá aspirar a disfrutar de las ventajas de la moneda de reserva. A día de hoy, al no tener un proyecto común suficientemente definido en relación a su moneda, un Estado que la sustente y un ejército que la proteja, la UEM se encuentra en una posición de debilidad frente a EE UU, y también frente a las potencias emergentes, sobre todo China. Sin embargo, no hay

que ser derrotistas. La moneda única acaba de celebrar su 20º aniversario y como cualquier persona de esa edad acaba de pasar por el turbulento período de la adolescencia con varias cicatrices y traumas, y todavía sin saber muy bien qué será de su vida. Aun así, los avances han sido mayúsculos. La Unión Monetaria ahora tiene una unión bancaria casi finalizada, un mecanismo de rescate y un banco central dispuesto a defender su moneda hasta las últimas consecuencias. Este año, los líderes europeos también han acordado que van a discutir la creación de un presupuesto para la zona euro (otra línea roja alemana que se ha traspasado) e incluso se está valorando la introducción de un seguro de desempleo europeo. Por último, a nivel académico, se están articulando cada vez con más fuerza propuestas para la creación de una verdadera democracia europea con sus propios impuestos (Piketty, 2018).

La realidad es que la decisión de Reino Unido de abandonar la Unión en 2016 presagiaba enormes nubarrones y la posible desintegración de la UE, pero a la hora de escribir estas líneas el desafío del *brexit* ha unido, más que desunido, a los otros 27 países, y con la llegada de Trump a la Casa Blanca, los ha lanzado a una mayor integración en el campo de la defensa. Quizás sea en ese campo donde se pueda avanzar más para así recuperar la confianza necesaria en el ámbito de la UEM. Lo importante a corto plazo es justamente encontrar ciertos bienes públicos europeos que necesiten financiación paneuropea. Pueden ser: infraestructuras, tecnología, reformas estructurales, mejora de las instituciones de gobernanza o protección de las fronteras. Para ello se necesitarán fondos comunes, lo cual requerirá un mayor presupuesto, que posiblemente pueda ser financiado por emisión de deuda común respaldada por impuestos comunes. Si se da ese paso, las diferentes uniones (monetaria, bancaria, económica, energética, de defensa, etc.) que forman hoy la UE se fundirán en una unión política que haga del euro una moneda internacional capaz de competir con el dólar y el yuan.

Referencias bibliográficas

[1] Almunia, J., Anchuelo, Á., Borrell, J., De la Dehesa, G., Doménech, R., Fernández Albertos, J., Fernández, F., Fuentes, D., García Andrés, G., García-Herrero, A., Hidalgo, M. A., Martín Carretero, J. M., Otero-Iglesias, M., Ontiveros, E., Palacio, A., Piqué, J., De la Rocha, M., Romana, B., Steinberg, F., Torres, R., Tugores, J. y Vegara, D. (2018). *Quit kicking the can down the road: a Spanish view of EMU reforms*. Elcano Royal Institute (8/5/2018). Recuperado de http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_in/zonas_in/spanish-view-emu-reforms

[2] Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., Gourinchas, P.O, Martin P., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder di Mauro, B., y Zettelmeyer, J. (2018). *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*. *CEPR Policy Insight No. 91.* Recuperado de https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight91.pdf

[3] Brunnermeier, M., James, H. y Landau, J.P. (2016). *The Euro and the battle of ideas*. Princeton: Princeton University Press.

[4] Chazan, G., (2018). Germany call for global payments system free of US. *Financial Times*, 21 de agosto.

[5] Chinn, M., & Frankel, J. (2008). Why the euro will rival the dollar. *International Finance*, *11*(1), 49-73. Mayo.

[6] Cohen, B. J. (2000). *The Geography of Money*. Ithaca: Cornell University Press.

[7] Cohen, B. J. (2006). The macrofoundations of monetary power'. En Andrews, D.M. (ed.) *International Monetary Power*, Ithaca, Cornell University Press, 31-50.

[8] Cohen, B. J. (2012). *The Future of Global Currency: the euro versus the dollar*.

[9] Constâncio, V. (2018). *Completing the Odyssean journey of the European Monetary Union.* Remarks at the ECB Colloquium on «The Future of Central Banking», 16-17 mayo. Recuperado de https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180517.en.html

[10] De Grauwe, P. (2011). The Governance of a Fragile Eurozone, *CEPS Working Paper No. 346*, CEPS. Bruselas, mayo.

[11] Dyson, K. y Featherstone, K. (1999). *The road to Maastricht: negotiating economic and monetary union*. Oxford: Oxford University Press.

[12] Eichengreen, B. (2008). *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. Princeton University Press.

[13] Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege: The rise and fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford and New York, Oxford University Press.

[14] European Commission (2017). *Further steps towards completing Europe's Economic and Monetary Union: a ROADMAP*, COM(2017) 821, 6 de diciembre. Recuperado de https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017DC0821&from=EN

[15] Goodhart, C. (1998). The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*, 14(3), 407-432.

[16] Helleiner, E. (1998). National Currencies and National Identities. *American Behavioral Scientist*, 41(10), 1409-1436.

[17] Helleiner, E. (2008). Political determinants of international currencies: What future for the US Dollar? *Review of international political economy*, 15(3), 354-378.

[18] Henning, R. C. (1998). Systemic conflict and regional monetary integration: The case of Europe. *International Organization*, 52(3), 537-573.

[19] Hernández de Cos, P. (2017). Reglas e Instituciones para la gobernanza fiscal en Europa. *Anuario del Euro*, 237-253, Madrid 2017, ICO.

[20] Ingham, G. (2004). *The Nature of Money*, Cambridge: Polity Press.

[21] Jones, E. (2016). Competitiveness and the european financial crisis. En Caporaso¸ J.A. y Rhodes, M. (coords.).*The Political and Economic Dynamics of the Eurozone Crisis*. Oxford: Oxford University Press, 79-99.

[22] Juncker, J.C. (2018). State of the Union. Address 2018. Recuperado de https://ec.europa.eu/commission/priorities/state-union-speeches/state-union-2018_en

[23] Kirshner, J. (2003). Money is politics. *Review of International Political Economy*, 10(4), 645-660.

[24] Krugman, P. (2012). Revenge of the optimum currency area. En Acemoglu, D., Parker, J. y Woodford, M. (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, 27(1), 439-448.

[25] Marsh, D. (2009). *The Euro: the politics of the new global currency*. Yale: Yale University Press.

[26] Martin, F. (2013). *Money: The Unauthorized Biography*. London. The Bodley Head.

[27] Matthijs, M. y Blyth, M. (2015). *The future of the euro*, Oxford: Oxford University Press.

[28] Mody, A. (2018). *Euro tragedy*. Oxford. Oxford University Press.

[29] Mundell, R. A. (1961). A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51 (4), 657-665.

[30] Otero-Iglesias, M. (2015a). *The euro, the dollar, and the global financial crisis.* Nueva York: Routledge.

[31] Otero-Iglesias, M. (2015b). Stateless euro: The euro crisis and the revenge of the chartalist theory of money, *Journal of Common Market Studies*, 53(2), 349-364.

[32] Otero-Iglesias, M. (2017). El euro como vínculo social. *Política Exterior*, 31(76), 84-93.

[33] Otero-Iglesias, M. y Steinberg, F. (2013). Reframing the euro vs. dollar debate through the perceptions of financial elites in key dollar-holding countries. *Review of International Political Economy*, 20(1), 180-214.

[34] Pickford, S. y otros (2014). *How to Fix the Euro: Strengthening Economic Governance in Europe*. A Joint Chatham House, Elcano Royal Institute and AREL Report. Chatham House, Londres.

[35] Piketty, T. (2018). Our manifesto to save Europe from itself, *The Guardian*, 9 de diciembre.

[36] Regling. K. (2018). The future of the Economic and Monetary Union and the role of the ESM, ponencia en el 33 International ZinsForum, Frankfurt, 26 de noviembre.

[37] Rogoff, K. (2018). Crash Time. *Project Syndicate*, 7 de septiembre.

[38] Sandbu, M. (2015). *Europe's Orphan*. Princeton, Princeton University Press.

[39] Steinberg F. y Vermeiren, M. (2016). Towards a Germanized Eurozone? Germany's Trilemma and the EMU Regime after the Crisis. *Journal of Common Market Studies*.

[40] Stiglitz, J. (2016). *The Euro*, Nueva York: Norton.

[41] Van Rompuy, H. y otros (2012). Towards a Genuine Economic and Monetary Union. Bruselas, 5 de diciembre.