

*María Vidales Picazo\**

## LA CRISIS DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO Y LA CONVENIENCIA DE ESTABLECERSE COMO MONEDA ÚNICA

En 1992 tuvo lugar la última gran crisis financiera del siglo XX, la crisis del Sistema Monetario Europeo, la cual sembró importantes dudas sobre la conveniencia de avanzar hacia la moneda única. Aplicando la teoría de las áreas monetarias óptimas se podría concluir que los países que actualmente conforman la zona euro no presentan las características necesarias para evitar que un *shock* asimétrico genere turbulencias entre sus miembros con implicaciones muy negativas en el crecimiento, la estabilidad y el bienestar social, como se ha podido comprobar con la crisis actual. Sin embargo, y a pesar de la falta de homogeneidad entre los países que comparten el euro, la Unión Europea en los últimos tres años ha apostado por aumentar la disciplina fiscal y desarrollar la parte microeconómica de la política monetaria, es decir, la regulación financiera. De esta manera, los importantes pasos que se están dando en el campo de la coordinación de políticas, la gobernanza económica y la unión bancaria deberían ser suficientes para hacer más sólida y consistente la arquitectura económico-financiera que rodea a la moneda única y así evitar crisis futuras.

**Palabras clave:** áreas monetarias óptimas, Unión Económica y Monetaria, euro, gobierno económico, unión bancaria.

**Clasificación JEL:** F15, F33, F36.

### 1. Introducción

El Sistema Monetario Europeo (SME) se creó en 1979 como un acuerdo intergubernamental y operativo entre los bancos centrales nacionales, que contaba con tres elementos: una unidad de cuenta de referencia (el ECU)<sup>1</sup>; un mecanismo

de tipos de cambio (MTC) según el cual se atribuía a cada moneda un tipo de cambio vinculado al ECU y se permitía que los tipos de cambio bilaterales fluctuasen dentro de un margen de  $\pm 2,25$  por 100; y un mecanismo de crédito para los Estados miembros con problemas de balanza de pagos, por el cual cada país transfería el 20 por 100 de sus reservas de divisas y oro a un fondo conjunto ([www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)).

En el momento de su creación el SME estaba compuesto por ocho monedas: el marco alemán, el franco francés, la libra esterlina<sup>2</sup>, la libra irlandesa, ▷

\* Técnico Comercial y Economista del Estado. Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Ministerio de Economía y Competitividad.

<sup>1</sup> El ECU consistía en una «cesta» ponderada de todas las monedas de los Estados miembros. El peso de cada moneda en el ECU estaba en función de tres factores: el PIB de cada Estado miembro, su cuota en el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECM) y la participación de cada una de las divisas en el conjunto del comercio intracomunitario ([www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)).

Versión de noviembre de 2014.

<sup>2</sup> Que no participó en el mecanismo de cambios hasta octubre de 1990.

la lira italiana<sup>3</sup>, el franco belga, el florín holandés y la corona danesa. En septiembre de 1984 entró la dracma griega y en junio de 1989 la peseta española y el escudo portugués.

El SME funcionó de manera estable desde su creación hasta la década de los noventa, momento en que la asimetría de ciclos entre Alemania y los países periféricos de la Unión Europea (UE) generó importantes dificultades para diseñar la política interna de la Unión. Algunos autores (Hierro, 1996) señalan hasta cinco factores como desencadenantes de la severa crisis: 1) la liberalización de los movimientos de capitales desde 1990, que aumentó la interdependencia entre los Estados miembros y supuso la renuncia a la política monetaria autónoma, 2) el carácter asimétrico del SME agudizado por la reunificación alemana, 3) la escasa convergencia nominal y la insuficiencia de los mecanismos de coordinación, 4) la situación de crisis en Estados Unidos que defendió unos tipos de interés muy bajos para relanzar el crecimiento, lo cual generó la apreciación del marco y 5) el rechazo en Dinamarca al Tratado de Maastricht (junio de 1992) y el escaso margen del «sí» en Francia (septiembre de 1992).

Como consecuencia de la crisis se produjo una fuerte devaluación de importantes monedas que formaban parte del SME, así como una gran pérdida de reservas por parte de todos los bancos centrales, y las autoridades europeas tomaron la decisión de ampliar las bandas de fluctuación del tipo de cambio. Todas estas turbulencias hicieron replantearse el futuro de la Unión Económica y Monetaria y comenzó un debate sobre la conveniencia de constituirse como unión monetaria con los inconvenientes que ello tiene, es decir, la pérdida de autonomía de la política cambiaria y monetaria ante *shocks* asimétricos.

Aplicando la teoría de las áreas monetarias óptimas son varios los autores que coinciden en que los países de la zona euro no comparten las características descritas por esta teoría para que

el análisis coste-beneficio salga favorable. Es decir, no existe plena movilidad de capital y trabajo, los precios y salarios no son plenamente flexibles, existen diferenciales de inflación significativos y no existe un presupuesto federal.

Sin embargo, a pesar del bajo grado de cumplimiento de estos criterios, la zona euro ha funcionado con razonable estabilidad durante diez años, pero la actual crisis financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de fortalecer la gobernanza económica, la coordinación de políticas a nivel europeo y la regulación financiera para conseguir una mayor integración económica e institucional, evitando el surgimiento de crisis futuras (Comisión Europea, 2011).

Este artículo se centra en la crisis del SME en 1992 y el debate sobre la conveniencia de unirse en una unión monetaria. Está dividido en tres secciones. Un primer apartado donde se analiza el origen y propagación de la crisis del SME, así como las medidas que se adoptaron para gestionarla y garantizar que el proyecto de la Unión Monetaria que había defendido el Informe del Comité Delors<sup>4</sup> en 1989 llegara a buen término con la adopción de la moneda única.

En un segundo apartado se analizará la teoría de las áreas monetarias óptimas (AMO) que busca identificar los criterios económicos, financieros y sociales que permiten que los beneficios de crear una unión monetaria sean mayores a los costes derivados de perder la autonomía de la política monetaria y cambiaria. Para ello se analizará la teoría de Mundell (1960) y todas sus ampliaciones (McKinnon en 1963, Kenen en 1969, Harberger en 1971, Ingram en 1973 o De Grauwe en 1975).

En tercer lugar, se estudiará si los países que constituían el Sistema Monetario Europeo formaban (y forman) un AMO. ▷

<sup>4</sup> El Consejo Europeo de Hannover de junio de 1988 creó el «Comité para el estudio de la Unión Económica y Monetaria» (conocido como el «Comité Delors») cuya misión era la de estudiar y proponer las etapas concretas que debían conducir a dicha unión. Este comité estaba presidido por el presidente de la Comisión Europea (Jacques Delors) y formado por el vicepresidente de la Comisión Europea (Frans Andriessen), los gobernadores de los bancos centrales nacionales y tres expertos independientes ([http://europa.eu/legislation\\_summaries](http://europa.eu/legislation_summaries)).

<sup>3</sup> Con un margen de fluctuación del +/-6 por 100 hasta enero de 1990.

## 2. Crisis del Sistema Monetario Europeo en 1992

### 2.1. Causas de la crisis

Después de la reunificación alemana en 1989, Alemania llevó a cabo una política expansiva que generó importantes alzas en los tipos de interés para financiar las mayores emisiones de deuda y para controlar la inflación, que en 1992 era del 4,5 por 100. Sin embargo, el resto de la UE se encontraba en una situación de desaceleración económica<sup>5</sup> que se agravó por el incremento de los tipos de interés y su consiguiente pérdida de competitividad. Asimismo, la política monetaria expansiva que llevó a cabo Estados Unidos para salir de la recesión (fijando unos tipos de interés artificialmente bajos) generó un diferencial del USD (dólar estadounidense) con el marco alemán de más de 550 puntos básicos y desencadenó movimientos masivos de dólares hacia marcos, aumentando las tensiones en el SME.

Esta situación, unida al euroescepticismo que supuso el rechazo de Dinamarca a ratificar el Tratado de Maastricht (junio de 1992), generó gran desconfianza en los mercados financieros originando importantes tensiones depreciatorias de algunas monedas que formaban parte del MTC, por lo que los ataques especulativos no se hicieron esperar. Las continuas intervenciones en el mercado cambiario no fueron suficientes para acabar con los ataques y el coste de defender la paridad superaba al coste reputacional de incumplirla (modelo de crisis de segunda generación

de Obstfeld<sup>6</sup>, 1996). Desde un punto de vista teórico, se estaba cumpliendo la «Trinidad imposible» (Mundell, 1968) por la cual no es factible mantener al mismo tiempo: 1) tipos de cambio fijos (que en el caso del SME se introdujeron en 1979), 2) plena movilidad de capitales (introducida en 1990 por la mayoría de países) y 3) autonomía de la política monetaria, ya que esta tendría que estar destinada a defender la paridad (Pérez-Campanero, 1993)<sup>7</sup>.

Con este escenario, la libra esterlina y la lira italiana fueron las primeras monedas en abandonar el sistema MTC el 16 de septiembre de 1992 (el llamado «miércoles negro»). Dos días más tarde la peseta tuvo que hacer frente a graves ataques especulativos y se devaluó un 5 por 100, y dos meses después (y una vez que el Banco de España tuviera que intervenir con la venta masiva de reservas para evitar un desplome de la paridad de la peseta), ésta sufrió una segunda devaluación, esta vez del 6 por 100 (Hierro, 1996). El contagio al escudo portugués y a la libra irlandesa fue inmediato. Por ello, en agosto de 1993 se decidió ampliar las bandas de fluctuación desde +/- 2,5 hasta +/-15 por 100. Tan sólo Alemania y Holanda mantuvieron las bandas de antes de la crisis (García Trujillo, 1994).

El resultado de la crisis fue que dos de los cuatro países mayores de Europa abandonaron el MTC (Reino Unido e Italia), otros tres países devaluaron fuertemente sus monedas (España, Portugal e Irlanda), las monedas de los países escandinavos suspendieron su vínculo con el ECU ▷

<sup>5</sup> En 1992 el crecimiento medio de los países de la UE era del 0,9 por 100 habiendo sido del 3,5 por 100 en 1989, los niveles de desempleo estaban próximos al 10 por 100, el déficit público medio de los miembros del SME superaba el 5 por 100 y la deuda pública el 67 por 100. Además, existían casos extremos como el de Reino Unido con crecimiento negativo del 2,2 por 100 en 1991, España con los mayores niveles de desempleo del SME (18,4 por 100), seguida de Irlanda (17,8 por 100) y de Reino Unido (10,8 por 100) o las cuentas públicas que mostraban signos de elevada debilidad, por ejemplo, los niveles de deuda sobrepasaban ampliamente la media europea en países como Bélgica (134,4 por 100), Italia (111,4 por 100) o Irlanda (90,7 por 100) (Vázquez, 2007).

<sup>6</sup> La crisis del SME se enmarca dentro de los modelos teóricos de «crisis de segunda generación», por la presencia de expectativas sobre las actuaciones del Gobierno que terminan autocumpléndose, incluso en economías con buenos fundamentos macroeconómicos. En estos modelos, la crisis se desencadena por la decisión del Gobierno de abandonar la paridad del tipo de cambio, debido a que el coste (en términos de inflación, desempleo y demás variables macroeconómicas) de mantener la paridad y resistir a la presión especulativa es superior a la pérdida de reputación de abandonar el tipo de cambio.

<sup>7</sup> Para algunos autores, como Guillermo de la Dehesa (1993), el problema de credibilidad de los mercados financieros sobre el MTC seguiría existiendo hasta que no se alcanzara la moneda única ya que la plena libertad de movimientos de capitales no sería compatible con el sistema de «transición lenta» que suponía el SME.

y prácticamente todos los bancos centrales se quedaron sin reservas exteriores para seguir defendiendo la paridad.

Para algunos autores, esta crisis de segunda generación puso de manifiesto la necesidad de ampliar la coordinación de políticas económicas como complemento a la existencia de un tipo de cambio fijo. Según Vázquez (2007) la crisis se hubiera podido evitar si se hubiera aplicado un «enfoque cooperativo coordinado», de tal manera que todos los países del MTC (con excepción de Holanda, que no experimentó tensiones) hubieran realineado ligeramente sus monedas frente al marco alemán (devaluando sus monedas de modo conjunto)<sup>8</sup>. Con ello, Alemania hubiera podido reducir sus tipos de interés sin haber afectado a su inflación porque los precios de los bienes importados hubieran sido menores y las tensiones inflacionistas se hubieran atenuado.

Para otros autores, como Pérez-Campanero (1993), esta crisis se podría haber evitado sustituyendo al marco alemán como moneda ancla, ya que a pesar de ser un país con excelentes fundamentos económicos, un *shock* externo (reunificación alemana) supuso importantes desequilibrios macroeconómicos (inflación, déficit comercial e incremento del déficit público), de tal manera que el esquema del SME (sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables donde el valor de referencia era el del marco alemán, como ancla ante un posible deterioro de los fundamentos) pierde su funcionalidad. El problema fue que no existía otra moneda que pudiera servir de ancla tal y como lo hacía el marco. La mejor posicionada era el franco ya que Francia presentaba buenos fundamentos económicos (inflación y déficit público más bajos que Alemania), sin embargo, la debilidad de sus fundamentos «políticos» (actitudes sociales que cuestionaban la credibilidad antiinflacionista de las autoridades monetarias,

la no existencia de un estatuto de autonomía del Banco de Francia o la aprobación del Tratado de Maastricht por una ajustada mayoría del 51,05 por 100) hizo imposible la sustitución de una moneda por otra.

## 2.2. Gestión de la crisis

La virulencia de la crisis hizo plantearse el futuro de la Unión Económica y Monetaria (UEM), comenzando un debate que se centró en si se debería acelerar el proceso respecto al calendario previsto o bien retrasarlo, o incluso revisar los criterios de Maastricht (analizados a continuación) para el acceso a la fase definitiva de la UEM (Santillán, 1994). A pesar de las dudas iniciales, se apostó por la defensa ferviente de la unión monetaria, prueba de ello fue el aumento de las bandas de fluctuación, que generó estabilidad al sistema, además de dotar de algo más de flexibilidad a los Estados miembros que empezaron a tener cierto margen para reducir sus tipos de interés (sin verse expulsados del SME) y favorecer la recuperación económica. A pesar de ello, la crisis de México de finales de 1994 volvió a generar dudas sobre la sostenibilidad del sistema y surgieron nuevos ataques especulativos (aunque de menor importancia que en 1992) lo que generó una nueva devaluación de la peseta (7 por 100) y del escudo (3,5 por 100).

Ante esta situación y para evitar grandes fluctuaciones entre las divisas comunitarias así como devaluaciones competitivas, los Gobiernos de la UE decidieron imprimir un nuevo impulso a la plena unión monetaria e introducir una moneda única. Por ello mantuvieron el calendario previsto en el Informe del Comité Delors, el cual se materializó en el Tratado de Maastricht (firmado en febrero de 1992). Este tratado fijaba como objetivo alcanzar la UEM en tres fases:

– 1990-1994: completar el mercado único, incluyendo la libre circulación de capital (con periodos transitorios para algunos países entre los ▷

<sup>8</sup> Esta propuesta fue tratada en una reunión extraordinaria de los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales el 5 de septiembre de 1992 en la ciudad británica de Bath, pero fracasó rotundamente debido a las reticencias de los países a devaluar sus monedas.

que se encontraban España, Portugal, Grecia e Irlanda).

– 1994-1999: i) creación de un Instituto Monetario Europeo para fortalecer la cooperación entre los bancos centrales, la coordinación de las políticas monetarias y para realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC); ii) plena independencia de los bancos centrales; iii) convergencia económica de los EEMM y iv) definición del marco de gobernanza de la zona euro (es decir, elaborar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento).

– 1999-hoy: i) fijación irrevocable de los tipos de cambio, nacimiento de la moneda única e introducción progresiva de la misma en todos los EEMM<sup>9</sup>; ii) establecimiento del SEBC y del Banco Central Europeo (BCE), con independencia en la elaboración de la política monetaria; iii) implementación obligatoria de las reglas presupuestarias en los EEMM (e imposición de sanción en caso de incumplimiento).

Además, el paso a esta tercera fase se supeditó a la consecución de un elevado grado de convergencia nominal, para lo cual se establecieron en el propio tratado (artículo 121.1) los llamados «criterios de convergencia» (actualmente están recogidos en el artículo 140.1 del Tratado Fundamental de la UE). Estos criterios son:

i) Alto grado de estabilidad de precios (una tasa de inflación que esté próxima a la de, como máximo, los tres Estados miembros más eficaces en cuanto a la estabilidad de precios).

ii) Finanzas públicas sostenibles (déficit público no superior al 3 por 100 y deuda pública no superior al 60 por 100).

iii) Tipo de cambio estable (que no se hayan producido devaluaciones de la moneda por encima de las bandas de fluctuación del MTC en los dos últimos años).

<sup>9</sup> Con excepción de Reino Unido y Dinamarca que negociaron una cláusula de exclusión voluntaria de la tercera fase de la UEM en el Tratado de Maastricht (las características de esta cláusula están recogidas en los protocolos anexos al tratado). Ambos países tienen la posibilidad de incorporarse a la zona euro cuando lo deseen.

iv) Tipos de interés estables (el tipo de interés nominal medio a largo plazo no debe rebasar en más de dos puntos porcentuales el de los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios).

Por otro lado, se decidió mejorar los procedimientos de supervisión y aumentar la incidencia en las políticas económicas a través de la creación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en junio de 1997 (para garantizar la disciplina fiscal, evitando niveles de déficit y deuda excesivos y favoreciendo la estabilidad monetaria), las Orientaciones Generales de Política Económica (para coordinar las políticas económicas de la UE y orientarlas hacia un crecimiento sostenido, equilibrado y generador de empleo) o el nacimiento del Eurogrupo (como órgano informal para velar por una mejor coordinación de las políticas económicas y vigilar las políticas presupuestarias) ([www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)). Estas medidas se pusieron en práctica ante el miedo de que continuaran los ataques hasta la consecución de la unión monetaria, debido a la incompatibilidad intrínseca de un sistema de tipos de cambio semifijos con la plena movilidad de capitales.

Gracias a esta defensa a ultranza de los intereses y las bondades de la unión monetaria se consiguió salir de la crisis y culminar un proceso histórico de más de veinticinco años, al implantar la moneda única el 1 de enero de 1999. El funcionamiento de la zona euro ha sido satisfactorio en los diez primeros años, pasando de estar formada inicialmente por once países a estarlo actualmente por dieciocho<sup>10</sup>.

Sin embargo, a partir de 2009 la crisis financiera ha puesto en duda la estabilidad de la UEM y la utilidad de la moneda única. Por ello resulta de interés analizar si efectivamente los países que conforman la UEM son un área monetaria óptima, ▷

<sup>10</sup> Los países miembros de la zona euro actualmente son: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal (todos ellos adoptaron el euro el 1 de enero de 1999), Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre y Malta (2008), Eslovaquia (2009), Estonia (2011) y Letonia (2014). Lituania se incorpora el 1 de enero de 2015 (aprobado por el Consejo Europeo del 26 de junio de 2014).

es decir, que en la zona euro los beneficios de incorporar la moneda única superan a los inconvenientes que se derivan de perder la autonomía de la política monetaria y cambiaria.

### 3. Áreas monetarias óptimas

#### 3.1. Beneficios e inconvenientes de una unión monetaria

Para analizar si la zona euro conforma un AMO conviene comenzar con el estudio de los beneficios e inconvenientes que puede llegar a tener una unión monetaria, entendida ésta como el grupo de regiones o países que comparten una política monetaria y unas instituciones monetarias comunes y, eventualmente, una moneda única (De Grauwe, 2009).

##### 3.1.1. Beneficios de una unión monetaria (De la Dehesa, 1996a)

En el ámbito macroeconómico:

- Favorece una menor inflación y una mayor credibilidad antiinflacionista, desembocando en mayor poder adquisitivo y mayor eficacia de la política monetaria común al existir una moneda más fuerte (convirtiéndose en moneda de reserva).
- Favorece una mayor integración financiera que permite la estabilidad y la certidumbre, reduciendo los ataques especulativos y favoreciendo la reducción de los tipos de interés reales.
- Los menores tipos de interés favorecerán la financiación de los déficits públicos a menor coste y dedicando menos recursos al servicio de la deuda.
- Favorece la movilidad de factores, el comercio, el turismo y la inversión intracomunitaria y permite aprovechar las economías de escala al eliminarse las barreras cambiarias.

En el ámbito microeconómico:

- Eliminación de los costes de transacción derivados de los cambios de monedas para las

transacciones intracomunitarias (principalmente por menores comisiones).

- Eliminación de costes de información que dan lugar a distorsiones y discriminaciones de precios porque el consumidor, si no conoce bien los tipos de cambio, no puede realizar una adecuada comparación del precio en su propia moneda.
- Reducción de los costes para las empresas derivados de cubrir sus operaciones financieras de la volatilidad de los tipos de cambio.

##### 3.1.2. Inconvenientes de una unión monetaria (De la Dehesa, 1996a)

- Pérdida de la política cambiaria y monetaria ante *shocks* asimétricos. Sin una unión monetaria se modificarían los precios relativos a través del tipo de cambio o de los tipos de interés, sin embargo al estar en una unión monetaria estos instrumentos son comunitarios y es posible que las necesidades de una región no coincidan con las del resto<sup>11</sup>.
- Menores ingresos por señoreaje.
- Pérdida de la plena autonomía de la política fiscal. Aunque la definición de unión monetaria no incluye la puesta en común de la política fiscal (si no estaríamos hablando de estados federados), sí es muy recomendable que los países miembros de una unión monetaria coordinen sus políticas económicas en pro de reducir las tensiones ante déficit o superávits excesivos y para beneficiarse de los efectos desbordamiento positivos que se producen dentro de la unión.

A la luz de este análisis, es fácil concluir que los costes de toda unión monetaria se producen más en el corto plazo (por la pérdida de la autonomía de la política monetaria y cambiaria) mientras que los beneficios se producen y son cada vez mayores ▷

<sup>11</sup> Si bien el propio De la Dehesa (1996a) cuestiona la importancia de estos dos instrumentos ya que la política cambiaria no sirve para ganar competitividad a largo plazo sino que los efectos de una devaluación o intervención en los mercados se trasladan a los precios y por otra parte, la utilidad de la política monetaria es cuestionada por la teoría de la dinámica insostenible de Kydland y Prescott (1977) porque los agentes adelantan las decisiones del Gobierno y actúan en consecuencia.

en el largo plazo, es por ello que para conocer si es conveniente implantar una unión monetaria es necesario llevar a cabo un análisis coste-beneficio<sup>12</sup>.

### 3.2. Teoría de las áreas monetarias óptimas

La teoría de las áreas monetarias óptimas, creada por el Premio Nobel de Economía Robert Mundell en 1961, intenta estudiar qué características debe cumplir una región para compartir una misma moneda, de tal manera que los efectos negativos de la pérdida de autonomía de la política monetaria ante *shocks* asimétricos dentro de la región se vean compensados por las ganancias de eficiencia derivadas de compartir una misma moneda. Por tanto esta teoría se centra en definir los criterios que minimizan el coste asociado a dejar de orientar la política monetaria y cambiaria a la estabilización de la economía.

El criterio al que Mundell da mayor importancia para acabar con este *trade-off* es la movilidad de los factores productivos (Mundell, 1961). De este modo, en caso de un *shock* asimétrico, la transferencia de trabajadores y capital de un país a otro permitirá estabilizar la economía sin modificar el tipo de cambio. Sin embargo, esta teoría sobre la importancia de la movilidad de los factores productivos fue criticada por distintos autores como Kenen (1969) que consideraba que para que el movimiento del factor trabajo compensara la pérdida de autonomía de la política monetaria ante *shocks* asimétricos, el trabajo debería ser perfectamente homogéneo en la región y esto sólo ocurriría si las AMO fueran siempre pequeñas. Asimismo, si el *shock* asimétrico es muy fuerte, un AMO grande podría llegar a generar despoblación o pérdida de capital humano en el país con desempleo, agudizando las diferencias entre la región y generando un problema mayor.

Por todo ello surgieron ampliaciones al modelo de Mundell que intentan determinar las características que deben tener los países que deciden compartir una misma moneda.

Una contribución muy influyente fue la de McKinnon (1963), al afirmar que el criterio fundamental para crear un AMO es un grado de apertura comercial elevado (es decir, una alta participación de las exportaciones e importaciones en el PIB). Esto se debe a que mantener un determinado comercio entre las regiones de un AMO ayuda a compensar los ciclos económicos y a reducir los aspectos negativos procedentes de la pérdida del instrumento de la política cambiaria. La contrastación empírica de esta teoría fue llevada a la práctica por Melitz (1991), quien concluyó que entre los países miembros del SME existía un alto grado de apertura (en torno al 65 por 100 del comercio de estos países era intracomunitario), por lo que según este autor no sería desaconsejable crear una unión monetaria. En el caso de EEUU ese porcentaje subía hasta el 75 por 100.

El propio Kenen (1969), que cuestionó el criterio original de Mundell, desarrolló un enfoque alternativo al considerar que la característica que deben compartir los países de un AMO es que tengan un alto grado de diversificación de la producción. De tal manera que un *shock* asimétrico que afecte a un sector determinado tendría un efecto limitado y se podría compensar con otros sectores.

Otro criterio también extendido (e incluso recogido en los Criterios de Maastricht, anteriormente expuestos) es el de Harberger (1971), el cual consideraba que lo más importante para que un AMO tuviera éxito es que el diferencial de inflación entre los países participantes fuera pequeño. Esto permitiría no sólo evitar el recurso al tipo de cambio sino también aumentaría la reputación antiinflacionista, reduciendo las posibilidades de ataques especulativos.

Un enfoque alternativo es el de Ingram (1973), el cual señala la importancia de que exista un alto grado de integración financiera para suplir el papel de los tipos de cambio. Su argumento ▷

<sup>12</sup> El propio De Grauwe (1992) acuñó el término «nueva teoría de las AMO» para introducir el análisis coste-beneficio y la credibilidad de las autoridades como elementos clave para alcanzar un AMO.

es que es posible que convivan dentro de un AMO países con déficit por cuenta corriente siempre que existan flujos financieros suficientes que se muevan hacia estos países y generen superávits por cuenta de capital. Esta teoría se puede aplicar a la crisis del SME anteriormente analizada, la cual evidenció la necesidad de una mayor integración y eficiencia de los mercados financieros para igualar los tipos de interés. E incluso en la crisis actual, muchos expertos señalan que la fragmentación financiera dentro de la zona euro y el *ring fencing*<sup>13</sup> son uno de los causantes de esta crisis.

Por último, los economistas Corden (1972) y De Grauwe (1975) inciden en que otro criterio importante para asegurarse el éxito de una unión monetaria es que los países tengan una cierta compatibilidad de los objetivos de política económica y cierta armonización de ciclos. La realidad de esta teoría se ha puesto de manifiesto con la crisis actual donde la falta de rigor fiscal y de coordinación de reformas en la zona euro ha sido tan notable que la propia UE ha lanzado toda una batería de reglamentos para fomentar la gobernanza económica.

En caso de que no se cumplan estos requisitos, algunos autores (De la Dehesa, 1996a, 1996b y 2012 y Caudal, Georges, Grossmann-Wirth, Guillaume, Lellouch y Sode, 2013) manifiestan la importancia de que exista un presupuesto con carácter federal que permita la utilización de la política fiscal como instrumento anticíclico para hacer frente a *shocks* asimétricos.

#### 4. ¿Es la zona euro un área monetaria óptima?

Una de las dudas que ha planeado sobre la zona euro desde su constitución, y que se ha hecho más evidente con el estallido de la crisis actual, es si la zona euro cumple con las características

anteriormente descritas para conformar un área monetaria óptima, es decir, movilidad de factores, apertura comercial, diversificación productiva, bajo diferencial de inflación, integración financiera, objetivos de política económica similares y cierta armonización de ciclos o en su defecto un presupuesto federal.

Después de diversos estudios (tanto teóricos como empíricos), un gran número de autores entre los que se encuentran Mongelli (2008), Sequeiros, Sánchez y Castellanos (2012) y De la Dehesa (2012) descartan que la zona euro sea un área monetaria óptima. Los motivos principales que esgrimen son:

i) No existe plena movilidad de los factores trabajo y capital. Según Blanchard y Katz (1992) la movilidad del factor trabajo en Europa es reducida (o por lo menos bastante inferior a la de Estados Unidos). En efecto, en lo que respecta al factor trabajo, las diferencias lingüísticas y culturales hacen que la movilidad sea mucho menor a la que existe en EEUU, Canadá o Australia, donde los habitantes se mueven con gran facilidad de una región en recesión o con una industria en decadencia a otra con altos niveles de creación de empleo. Paradójicamente, existe más movilidad entre los habitantes de Estados miembros no pertenecientes a la zona euro que entre los integrantes de esta unión monetaria. En lo que se refiere al factor capital, también existen fuertes restricciones en comparación con otras uniones monetarias. La fragmentación de los mercados y el *ring fencing* son una evidencia dentro de la zona euro y ha habido muy pocos ejemplos de adquisiciones de bancos en resolución por entidades financieras con sede en otro país de la zona euro (De la Dehesa, 2012).

De hecho, aplicando la teoría de Mundell a la crisis del SME, si hubiera existido perfecta movilidad de trabajadores a principios de la década de los noventa entre Alemania y el resto de países periféricos (Francia, España, Italia, Portugal...), el *shock* asimétrico que supuso la reunificación alemana no hubiera generado tensiones sobre los ▷

<sup>13</sup> El término *ring fencing* se utiliza para describir aquella situación en la que los bancos de un país no compran deuda de otro Estado diferente al suyo porque tácitamente (no sobre papel porque está prohibido en la zona euro) el regulador bancario «aconseja» no adquirir esa deuda (generalmente porque considera que existe un riesgo elevado o porque los títulos no son líquidos en el mercado secundario).

tipos de cambio ya que los desempleados de los países de la periferia hubieran emigrado a Alemania, reduciendo los salarios en este último y eliminando las tensiones inflacionistas y por lo tanto estabilizando la economía sin necesidad de acudir a una política monetaria contractiva en los países periféricos (que generó más paro) y una política monetaria expansiva en Alemania (que desencadenó una mayor inflación).

ii) Los precios y salarios no son lo suficientemente flexibles como para ajustarse automáticamente ante un *shock* asimétrico y existen diferenciales de inflación significativos. La negociación colectiva en la mayoría de países de la zona euro no está descentralizada y eso implica que la negociación de los salarios no se realice a nivel de cada empresa (con la consiguiente preocupación que tendrían los sindicatos por los posibles despidos que una negociación al alza de los salarios pudiera implicar) sino a nivel de industria, sector, región, etcétera. Además los costes laborales unitarios son muy diferentes entre un país y otro de la zona euro, lo cual supone importantes diferenciales de inflación (al contrario de lo que ocurre en EEUU o Canadá) (De la Dehesa, 2012).

iii) No existe un presupuesto federal lo suficientemente grande que permita compensar los *shocks* asimétricos a través de la transferencia entre países ni está prevista la finalización del proceso de integración con la implementación en el futuro de una unión política y fiscal (Baldwin y Wyplosz, 2004). Conviene recordar que el presupuesto de la Unión Europea no puede ser considerado un «presupuesto federal» ya que es para toda la Unión (y no sólo para la zona euro), sólo representa el 1 por 100 del PIB de la UE y su objetivo no es amortiguar los *shocks* asimétricos sino fomentar un crecimiento «sostenible e integrador» (Comisión Europea, 2013). Por ello los mayores beneficiarios de los Fondos Comunitarios son los países del Este, los cuales, en su mayoría, no forman parte de la zona euro. Este presupuesto, por tanto, no puede usarse para

hacer transferencias que permitan hacer menos traumático el ajuste real de las rentas y precios de las regiones que sufren *shocks* (De la Dehesa, 1996b).

Todas estas cuestiones han llevado a concluir a autores como Krugman (1990 y 1999) que la zona euro es un «área monetaria integrada», es decir «un área en la cual los países miembros pueden alcanzar sus objetivos de equilibrio interno (pleno empleo, estabilidad de precios, crecimiento económico y sector público sostenible) y de equilibrio externo (desequilibrios por cuenta corriente manejables) sin tener que acudir a la tasa de cambio como instrumento de la política económica. En otros términos, los países miembros pueden alcanzar estos objetivos desde dentro del área, es decir, sin tener que abandonarla»<sup>14</sup> (Sequeiros *et al.*, 2012).

El problema es que el Informe Delors (1989) no tuvo muy en cuenta la teoría de las AMO (sólo se cumplía el criterio de apertura comercial) y se centró principalmente en defender las bondades de la moneda única y el cumplimiento de los criterios con carácter *ex-post*, es decir, con la implementación de reformas que permitan cumplir con las características de las AMO una vez que ya se hubiera creado la UEM (Sequeiros *et al.*, 2012 y Gros, 2013).

## 5. Consideraciones finales

El funcionamiento de la zona euro ha sido satisfactorio en los diez primeros años de vida de la moneda única, sin embargo, la crisis financiera ▷

<sup>14</sup> Sequeiros, Sánchez y Castellanos (2012) llevan a cabo un «análisis de *clusters*» para 16 países de Europa (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Portugal, Reino Unido y Suecia), para un período amplio (1977-1998) y conforme a tres variables (tipo de cambio medio, inflación y tipos de interés a 10 años) y concluyen que existirían tres grupos de países, que cada uno de ellos formaría un AMO. Un primer grupo formado por ocho países: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Holanda, Luxemburgo y Reino Unido; un segundo grupo formado por tres países: Finlandia, Irlanda y Noruega; y un tercer grupo formado por otros tres países: España, Italia y Suecia. Caso aparte merecería Portugal que, aunque no formaría región con nadie, presenta similitudes con el grupo 3 y finalmente Grecia que los propios autores lo definen como «un residuo inclasificable».

de 2009 ha dejado entrever que el hecho de que una unión monetaria esté formada por países heterogéneos que no conforman un área monetaria óptima puede ser arriesgado en caso de *shocks* asimétricos.

Esta situación ha puesto de manifiesto la necesidad de tomar medidas a nivel europeo que permitan que la integración monetaria sea verdaderamente un factor de cohesión económica y de solidaridad.

Por ello en los últimos años se ha avanzado mucho en el plano de la coordinación de políticas, la gobernanza económica y la unión bancaria para impulsar la integración económica y financiera y romper el círculo vicioso entre la deuda soberana y la deuda bancaria.

En lo que se refiere a la coordinación de políticas, se puso en marcha en 2011 el denominado Semestre Europeo, que la propia Comisión Europea (2011) lo define como un «*ciclo anual de coordinación de las políticas económicas*». Su objetivo es analizar conjuntamente y de manera integrada en el primer semestre del año las reformas, medidas y políticas que implementan todos los Estados miembros y posteriormente, en el segundo semestre del año, se ponen en práctica los cambios propuestos por la Comisión y se incluyen en los presupuestos para el año siguiente.

En el plano de la gobernanza económica, se ha avanzado mucho en los últimos años con la aprobación de nueva normativa comunitaria que garantice la correcta aplicación de las reglas fiscales. En noviembre de 2011 la Unión Europea dio un paso muy importante en la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento al aprobar un paquete normativo conocido con el nombre de «Six Pack». Y en 2013 entraron en vigor el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (conocido como el Pacto Fiscal) y los Reglamentos sobre disposiciones comunes y supervisión reforzada, que conforman lo que se denomina el «Two Pack». Estos tres hitos normativos buscan favorecer el saneamiento de las finanzas públicas en la Unión Europea y crear

mecanismos de detección y corrección de desequilibrios en un contexto de crisis donde la integración económica se está poniendo en duda (Fernández de Mesa, 2013).

Por último, en lo que se refiere a la construcción de una verdadera Unión Bancaria, se han producido importantes avances en la consecución de los llamados «tres pilares». En primer lugar, el «Single Rulebook» que tiene como objetivo eliminar las divergencias en la normativa de carácter financiero de los distintos Estados miembros y así reducir la incertidumbre legal y la fragmentación de los mercados, fomentando un funcionamiento más eficiente del mercado único. En segundo lugar, el mecanismo de supervisión único que ya ha entrado en vigor y supone que el Banco Central Europeo pasa a asumir las funciones de supervisión de las entidades existentes en los países de la zona euro, garantizando los mismos estándares de supervisión para todas las entidades. En tercer lugar, el Mecanismo Único de Resolución que entrará en vigor en enero de 2016 y que servirá para la liquidación ordenada de las entidades de crédito en quiebra (para ello contará con un Fondo Único de Resolución que estará plenamente dotado en 2024).

Por último, respecto a dar más pasos hacia la unión fiscal o política para conseguir que la UEM sea viable en el futuro, hay visiones enfrentadas, entre los que opinan que se debería seguir hasta alcanzar un presupuesto de la zona euro (Caudal *et al.*, 2013) y los que creen que teniendo una verdadera Unión Bancaria es suficiente para absorber los *shocks* asimétricos, sin necesidad de que haya transferencias entre países (Gros, 2013).

De una u otra manera, las reformas que se han llevado a cabo en la Unión Europea desde el estallido de la crisis actual suponen un cambio de paradigma en la coordinación de reformas estructurales, el compromiso fiscal y la regulación financiera. Esto ha permitido la eliminación de importantes debilidades y vulnerabilidades en la zona euro y debería ser suficiente para evitar otra crisis financiera tan profunda como la actual o por lo menos reducir su impacto en el contribuyente. ▷

## Bibliografía

- [1] BALDWIN, R. y WYPLOSZ, C. (2004). *The economics of monetary integration*. 1ª Edición. New York: McGraw-Hill.
- [2] BLANCHARD, O. Y KATZ, L. (1992). «Regional evolutions». *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1.
- [3] CAUDAL, N.; GEORGES, N.; GROSSMANN-WIRTH, V.; GUILLAUME, J.; LELLOUCH, T. y SODE, A. (2013). «A budget for the euro area». *Trésor-Economics*, nº 120. Ministère de l'Économie et des Finances et Ministère du Commerce Extérieur. Octubre.
- [4] COMISIÓN EUROPEA (2011). *European semester: a new architecture for the new EU Economic governance – Q&A. MEMO 11/14*. Bruselas, 12 de enero 2011.
- [5] COMISION EUROPEA (2013). «Presupuesto de la UE para 2013: inversión en crecimiento y empleo». *Cuaderno de bolsillo*. Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, 2013.
- [6] CORDEN, W. (1972). «Monetary Integration, Essays in International Finance». *International Finance Section*, nº 93, Princeton University.
- [7] DEHESA DE LA, G. (1993). «Credibilidad y Sistema Monetario Europeo». *Boletín económico de Información Comercial Española*, BICE nº 2374.
- [8] DEHESA DE LA, G. (1996a). «Beneficios frente a costes en la moneda única». *Revista gallega de economía*.
- [9] DEHESA DE LA, G. (1996b). «El reto de la Unión Monetaria». Artículo publicado en *El País* el 16 de septiembre de 1996.
- [10] DEHESA DE LA, G. (2012). «A self-inflicted Crisis? Design and Management Failures Leading to the Eurozone Crisis». *Occasional Paper*, nº 86. Group of Thirty. Washington DC, 2012.
- [11] DELORS COMMITTEE (1989). *Report on Economic and Monetary Union in the European Community. Committee for the Study of Economic and Monetary Union*. Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.
- [12] FERNÁNDEZ DE MESA VARGAS, I. (2013). «Las políticas fiscales nacionales bajo la lupa de la Unión Europea». *Revista Presupuesto y Gasto Público* 70/2013: 77-85. Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos 2013, Instituto de Estudios Fiscales, febrero.
- [13] GARCÍA TRUJILLO, S. (1994). «Sistema Monetario Europeo, ¿mecanismo de estabilidad o de riesgo? (Análisis de la crisis del SME)». *Revista Noticias de la Unión Europea*, nº 109, pp. 17-27.
- [14] GRAUWE DE, P. (1975). «Conditions for monetary integration. A geometric interpretation». *Weltwirtschaftliches Archiv*, pp. 133-56.
- [15] GRAUWE DE, P. (2009). «Economics of monetary integration». *Oxford University Press*, 2009.
- [16] GROS, D. (2013). «Banking Union instead of Fiscal Union?». Publicado como parte del libro *Political, fiscal and banking union in the Eurozone?* European University Institute Florence y Wharton Financial Institutions Center (University of Pennsylvania, Philadelphia).
- [17] HARBERGER, A. (1971). *Benefit cost analysis*. Chicago: Aldin - Atherton.
- [18] HIERRO, S. (1996). «La crisis del Sistema Monetario Europeo». *Revista Noticias de la Unión Europea*, nº 132, pp. 49-57.
- [19] INGRAM, J. (1973). «The Case for European Monetary Integration». *Princeton Essays in International Finance*, nº 98, abril.
- [20] KENEN, P. (1969). «The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View». Publicado en el libro «Monetary Problems in the International Economy» de Mundell, R. y Swoboda, A. *University of Chicago Press*, Chicago.
- [21] KRUGMAN, P. (1990). «Policy Problems of a Monetary Union». Publicado en De Grauwe, P. y Papademos, L. (Ed.): *The European Monetary System in the 1990s*. Longman, CEPS and Bank of Greece, London and New York.
- [22] KRUGMAN, P. (1999). «Currency and Crises». *The MIT Press*, Cambridge. October.
- [23] KYDLAND, F. y PRESCOTT, E. (1977). «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans». *Journal of Political Economy*. June, pp. 473-492.
- [24] MCKINNON, R. (1963). «Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, vol 53, september 1963, pp. 717-724.
- [25] MELITZ, J. (1991). «A Suggested Reformulation of the Theory of Optimal Currency Areas», *CEPR Discussion Papers*, nº 590. ▷

- [26] MONGELLI, P. (2008). «European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory». *European Commission Economic Papers*, nº 302.
- [27] MUNDELL, R. (1960). «The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible exchange rates», *Quarterly Journal of Economics*, nº 74, pp. 227-257, mayo.
- [28] MUNDELL, R. (1961). «A theory of Optimum Currency Area». *American Economic Review*, nº 51, noviembre, pp. 509-517.
- [29] MUNDELL, R. (1968). *International Economics*, New York: Macmillan.
- [30] OBSTFELD, M. (1996). «Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features», NBER Working Paper, nº 5285. *European Economic Review*, vol. 40, pp. 1037-1047.
- [31] PÉREZ-CAMPANERO, J. (1993). «La crisis del SME». *Revista Economistas*, nº 55, extraordinario, pp. 28-36.
- [32] SANTILLÁN, J. (1994). «El SME, los mercados de divisas y la transición hacia la Unión Monetaria». *Servicio de Estudios Banco de España*. Documento de Trabajo nº 9421.
- [33] SEQUEIROS, J.G.; SÁNCHEZ, J.M. y CASTELLANOS, P. (2012). «La creación de un Área Monetaria Óptima en la Zona Euro: diferenciales de inflación y desequilibrios públicos». *Revista de Economía Mundial*, nº 30, pp. 25-57.
- [34] VAZQUEZ, G. (2007). *La crisis del Sistema Monetario Europeo (1992-1993). ¿Crisis financiera o crisis de políticas de cooperación monetaria?* Departamento de Economía Aplicada I. Universidad Complutense de Madrid, febrero.