

Juan José Toribio Dávila\*

# ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS Y LA EXPERIENCIA EUROPEA: ALGUNAS REFLEXIONES

*En el cincuentenario del artículo seminal de Robert Mundell, sobre «áreas monetarias óptimas», se subraya que la Unión Monetaria Europea ha constituido un banco de pruebas para áreas monetarias en otras zonas de la economía global. Se recuerdan las ventajas e inconvenientes atribuidos a las áreas monetarias, así como los mecanismos de ajuste en presencia de perturbaciones asimétricas. Todo ello se refirió inicialmente al área del comercio internacional, siendo posteriormente extendido al ámbito de las transacciones financieras. Se revisa la experiencia de la UME en este contexto, y se sugiere la necesidad de ampliar los modelos existentes para explicar los actuales problemas.*

**Palabras clave:** área monetaria, ajustes, convergencia, ciclos, perturbaciones económicas, paridades, UME.

**Clasificación JEL:** F33, F36.

Hace ahora 50 años que Robert Mundell (1961) publicó en *American Economic Review* su famoso artículo en el que establecía fundamentos conceptuales para las denominadas «áreas monetarias óptimas» (OCA's, en el acrónimo anglosajón). En este medio siglo, la economía mundial ha experimentado cambios dramáticos, que plantean nuevos retos intelectuales para los estudiosos de la teoría monetaria y cambiaria, sin excluir, por supuesto, el ámbito conceptual de las OCA's. La constitución de un área monetaria en el seno de la Unión Europea y la emisión de una moneda común —el euro— ha supuesto un campo de pruebas para los argu-

mentos favorables, o contrarios, a la creación de una o varias uniones del mismo tenor en la economía global. Como resultado de la UME, disponemos hoy de mucha más evidencia empírica al respecto, aunque la crisis declarada en la economía europea, lejos aún de una solución definitiva, ha venido a reavivar el debate en torno a la oportunidad y la viabilidad de las áreas monetarias.

Señalaba Mundell (1961) las indudables ventajas de una moneda común en el ámbito del comercio exterior. Con ella, se eliminan, en efecto, los costes de transacción asociados al cambio de divisas, a la vez que desaparece cualquier riesgo cambiario que pudiera materializarse entre el comienzo de una negociación comercial y el instante en el que la misma concluye, mediante el cobro efectivo. Esa superación de los costes y riesgos derivados del uso de distintas monedas habría de estimular

---

\* Director de la Fundación Internacional IESE y Presidente del Centro Internacional de Investigación Financiera.

las transacciones entre países participantes de una moneda común, dando lugar a conocidos efectos de «creación y desviación» de comercio en la economía mundial.

Con la perspectiva temporal de hoy, tales ventajas parecen obvias en el seno de la UME, pero los países de la antigua CEE no llegaron al establecimiento de una moneda común como resultado de una simple convicción teórica, basada en los trabajos de Mundell y otros académicos. Desde los primeras experiencias en la creación de un mercado único, se evidenció que resultaba inútil mantener largas gestiones políticas para desmantelar aranceles, o barreras no arancelarias si, al término de la negociación, cualquier país comunitario podía devaluar su moneda propia. Adquiría, con ello, una ventaja competitiva, equivalente no sólo al establecimiento de un impuesto virtual sobre sus importaciones, sino también al otorgamiento de una subvención virtual a su comercio de exportación, lo que privaba de contenido práctico a las negociaciones arancelarias.

La necesidad de simultanear la apertura comercial («mercado común», en la terminología del momento) con una estabilidad cambiaria llevó, en 1977, a la creación del Sistema Monetario Europeo, en el que las paridades quedaban fijadas a través de obligadas intervenciones de los distintos bancos centrales de países de la CEE en los mercados de cambios. Sin embargo, tras once episodios de crisis cambiarias en menos de diez años, con inevitables tensiones políticas, se llegó a la evidencia de que resultaba imposible mantener paridades fijas entre monedas emitidas por diferentes países, con distintos bancos centrales y divergencia en las circunstancias económicas, por más que todos ellos fueran miembros del SME. Pero si los tipos de cambio flexibles parecían incompatibles con la aspiración de un mercado único, y las paridades fijas —por más que se juzgaran convenientes— resultaban en la práctica inviables, no cabía otra solución que la creación de un banco central comunitario, que emitiera una moneda única para todos los países del sistema. Tal es, en apretada síntesis, la lógica subyacente en los acontecimientos económicos y políticos que impulsaron a la creación de una unión monetaria europea, de

acuerdo con algunos principios «mundellianos» y su reconocida vigencia en el mundo real.

Pero, como es sabido, también el artículo de Mundell (1961) llamaba la atención sobre problemas hoy obvios que, en compensación a aquellas indudables ventajas, podrían derivarse de un acuerdo de moneda única entre distintos países, hasta el punto de convertirle en una solución subóptima para los retos inicialmente planteados. Tales problemas vendrían asociados a la obligada renuncia a una política monetaria autónoma y a una estrategia cambiaria propia. Se trataba de cesiones de soberanía económica que eliminaban, *de facto*, la posibilidad de llevar a cabo ajustes diferenciados ante cualquier alteración de los equilibrios básicos, o ante cualquier perturbación «asimétrica» que pudiera presentarse en el ámbito de la unión.

Esas carencias de política monetaria y cambiaria podrían, sin embargo, ser asumibles con dos condiciones. En primer lugar, las economías integrantes del área económica deberían gozar de cierta similitud en sus estructuras productivas, de forma que no cupiera esperar grandes asimetrías en los efectos de las perturbaciones económicas ni, en consecuencia, gran necesidad de ajustes unilaterales, pues todas las economías resultarían igualmente impactadas por cualquier circunstancia imprevista que pudiera surgir en el seno de la unión. En segundo término, los países que aspiraran a integrarse en un proyecto de moneda común habrían de mostrar cierta experiencia de sincronía en sus ciclos económicos; si tal fuera el caso, a todos ellos convendría la misma política monetaria según las distintas fases del ciclo (por definición, uniforme), y el banco central no tendría mayores dificultades para instrumentarla.

Si, por el contrario, la diversidad estructural fuera tan amplia que cualquier trauma o perturbación afectara sólo a una economía concreta, y no a las demás, o bien, la sincronía en los ciclos económicos fuera tan escasa que exigiera políticas monetarias distintas para los diferentes países, el área monetaria común podría estar abocada a tensiones permanentes y, en última instancia, a su fracaso como proyecto.

Cabría aquí discutir, aunque no lo hizo Mundell en su artículo de 1961, si precisamente la pertenencia a un área monetaria impulsa hacia una convergencia de estructuras económicas (como aducían los «padres fundadores» de la UME) o, por el contrario, lleva a una especialización productiva y a una divergencia de aquellas estructuras, de acuerdo con la tradicional teoría de los costes comparativos. Si se diera el primer efecto —convergencia estructural— todas las uniones monetarias terminarían, con el tiempo, por ser «óptimas», pues las convulsiones nunca les resultarían «asimétricas». Si ocurriera lo segundo —especialización y divergencia—, todas las áreas monetarias llevarían, por el contrario, implícitos los gérmenes de su propia destrucción o, al menos, la amenaza de una evolución crecientemente problemática. En el caso concreto de la UME, y dada la brevedad del período muestral, no es fácil afirmar que la existencia de una moneda común haya sido claramente impulsora de una divergencia estructural y de una especialización productiva. Pero más difícil resulta aún sostener que la llamada Eurozona haya facilitado, en modo alguno, la convergencia de modelos productivos entre sus miembros. Quizá radique en ello la acusada asimetría con que cada una de las economías de la UME ha experimentado los efectos de la crisis internacional, las formas tan dispares de abordarla y la inesperada confrontación entre las economías de Centroeuropa y las situadas en su periferia, aunque unas y otras pertenezcan a la misma área monetaria.

Además, en cualquiera que sea el grado de convergencia estructural logrado, puede debatirse en qué medida la pertenencia a una zona monetaria común tiende a sincronizar el ciclo económico entre unos y otros miembros de la misma, o lleva, por el contrario, a una creciente asincronía cíclica. En el primer caso, el propio desarrollo temporal de la zona monetaria disminuiría los costes asociados a su creación. En el segundo, se haría cada vez más difícil mantener la unión entre sus miembros, quienes reclamarían con creciente frecuencia políticas monetarias divergentes.

A este respecto, la experiencia de la UME parece avallar la idea de que lo importante *ab initio* no es sólo decidir si un país debe o no unirse a la zona monetaria, sino acertar con el tipo de cambio al que se produce tal incorporación. Así, puede afirmarse que España (quizá también Portugal, Grecia y otros países) entró en el esquema de moneda única a una paridad artificialmente baja, tras años de devaluaciones sucesivas para su antigua moneda. Ello le proporcionó inmediatas ventajas competitivas en el seno de la unión, como base para un fuerte crecimiento potencial, pero al mismo tiempo desató un proceso de inflación relativamente alta, en la medida en que los precios de una zona monetaria tienden a igualarse en las distintas regiones de la misma (proceso conocido como *catching up*). Alemania, por el contrario, se incorporó a la UME a un tipo de cambio comparativamente elevado entre la antigua y la nueva moneda, lo que en gran medida explica el estancamiento de la economía germana durante gran parte del decenio transcurrido y sus tendencias deflacionarias, hasta el punto de que la economía alemana fue considerada durante años como «el enfermo de Europa».

Obviamente, en su etapa inflacionista habría convenido a España (y a otras economías periféricas) una política monetaria de ajuste, mientras Alemania y otros países de Centroeuropa impusieron —porque así convenía a su situación y dimensiones— una estrategia monetaria de signo opuesto. Con ello, el tipo de interés aplicado, en términos reales, resultó negativo para las economías del grupo inflacionario, propiciando un exceso de gasto, una auténtica burbuja de activos, y un déficit de su balanza de pagos (necesidad de financiación) que no se produjeron en los restantes países. Ello, explica en gran medida la asimetría intraeuropea en los efectos de la crisis *subprime*, y la actual disparidad de situaciones en el seno de la eurozona.

La importancia de los tipos de cambio aplicados en la creación de una zona monetaria, la dinámica posterior de la misma en cuanto a convergencia o divergencia estructural, y los factores que, en su funcionamiento, puedan facilitar u obstaculizar la sincronía en los ciclos son,

pues, elementos que desde la experiencia europea podrían hoy aportarse al debate sobre áreas monetarias óptimas. Hace 50 años no se disponía, obviamente, de una evidencia tan clara al respecto.

De cualquier modo, la presencia de perturbaciones asimétricas —más probables cuanto mayor sea la divergencia estructural— y la asincronía en las fases del ciclo exigen algunas vías de ajuste intrazona, ajustes que, por definición, no pueden discurrir a través de políticas monetarias diferenciadas, o de alteraciones en los tipos de cambio. Como se ha subrayado repetidamente a lo largo de estos 50 años, tres serían las alternativas para reequilibrar la situación o, al menos, para paliar los desequilibrios dentro de una zona monetaria. En la medida en que alguna de las tres se diera de forma efectiva, el área monetaria afectada podría acercarse a la calificación de «óptima»

La primera de esas alternativas (explicó Mundell) pasaría por un ajuste de precios y salarios que, en las regiones afectadas por recesión, deberían experimentar un descenso generalizado, en la proporción necesaria para restablecer la competitividad perdida. Obviamente, ello exigiría una flexibilidad en los mercados de bienes, servicios y factores (especialmente el mercado laboral) que rara vez se da en las sociedades contemporáneas, y menos aún en los que denominamos de «economía avanzada». En el caso concreto de la eurozona, los costes laborales unitarios han seguido, desde la constitución de la UME, un comportamiento muy dispar (Gráfico 1). Así, Alemania logró un ajuste bajista de los salarios en su período de relativo estancamiento (2001-2008) en línea con la lógica de una unión monetaria, mientras los países periféricos de la UME experimentaban subidas continuadas. Lamentablemente, estos últimos no fueron capaces de hacer flexionar a la baja sus costes laborales unitarios tras la crisis de 2008, lo que ha provocado una mayor dispersión intraeuropea en la evolución de los costes salariales y, en consecuencia, una dramática disparidad de situaciones entre los países centrales de la unión y las economías periféricas de la misma.

**GRÁFICO 1**  
**DISPERSIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO**  
**(Desviación típica 2 años)**



FUENTE: Eurostat, BNP Paribas.

Como es sabido, la segunda alternativa «mundelliana» de ajuste vendría determinada por una movilidad efectiva y plena de recursos productivos (capital y trabajo). Así, los capitales fluirían con rapidez hacia las zonas de mayores retornos, evitando caídas en su rentabilidad. Más importante sería aún la plena movilidad del factor trabajo, que permitiría reducir al mínimo las tasas de desempleo dentro de la zona monetaria correspondiente. Desde este punto de vista, la UME ha realizado serios esfuerzos, adoptando desde sus orígenes (como toda la UE) una libertad plena de movimientos de capital. También se ha tratado de estimular la movilidad geográfica del factor trabajo, obstaculizada desde el principio por diferencias idiomáticas y culturales. La adopción del Tratado de Schengen, los programas Erasmus en la educación superior, e intercambios culturales de todo tipo no han sido, sin embargo, suficientes para lograr una movilidad geográfica del factor trabajo ni un mercado laboral único. Por el contrario, la supervivencia de oligopolios profesionales en diversos países, actitudes restrictivas de carácter sindical, y dificultades para una implantación generalizada de la directiva de servicios

han constituido otros tantos frenos a la movilidad laboral, y han impedido un alivio sustancial del desempleo, especialmente en países de la periferia.

El tercero y último elemento de ajuste residiría en la posibilidad de arbitrar una política fiscal centralizada, tanto en la vertiente tributaria como en la de gasto público. Tal política habría de estar orientada a transferir rentas y recursos desde las regiones de mayor crecimiento hacia aquellas otras que, participando de la unión monetaria, hubieran sufrido el impacto negativo de una perturbación asimétrica. Nótese que esta vía de ajuste no necesariamente implica un presupuesto único del Sector Público ni una tesorería centralizada. Teóricamente bastaría con un acuerdo de mutua ayuda fiscal vía transferencias y una firme voluntad de cumplirlos en los términos pactados. En la práctica, sin embargo, resultan evidentes las dificultades políticas para lograr y mantener tal tipo de acuerdos. Las circunstancias actuales de la UME, y su aparente incapacidad para resolver satisfactoriamente el problema de deudas soberanas en la periferia, ilustran sobradamente la dificultad de abrir esta vía de ajuste, a menos que se dé un avance más decidido hacia un marco de auténtico federalismo fiscal.

Tras el debate académico, ya cincuentenario, sobre OCA'S y con la experiencia europea de 13 años ¿puede pensarse que la creación de un área monetaria en el seno de la Unión Europea, y la emisión de una moneda común, partieron de un error de diseño? ¿Cabe afirmar que la UME ha constituido un fracaso? ¿Tendría sentido rectificar, y volver a la situación previa de monedas necesariamente distintas, en el seno de la UE? Se trata, sin duda, de cuestiones básicas, que generan más de una respuesta y admiten una gran variedad de matices.

Como antes se indicó, la idea de crear una moneda única para la UE es casi tan antigua como el propio artículo de Mundell. Desde el principio se admitió que el proyecto monetario no estaría exento de dificultades, pero que sus ventajas superarían a los previsibles obstáculos. Después de todo —se afirmaba— tampoco Estados Unidos constituye un área monetaria óptima:

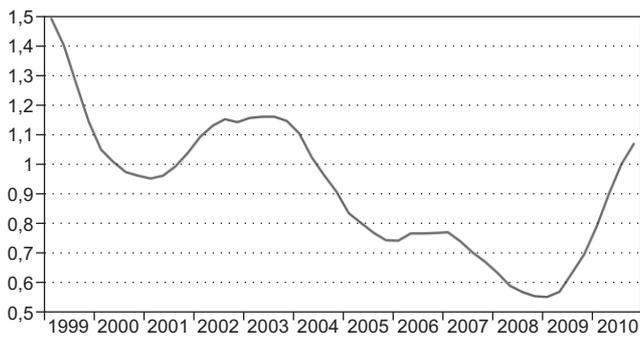
las estructuras productivas de los distintos Estados resultan muy distintas, son frecuentes perturbaciones de efecto asimétrico, el ciclo económico no tiene una sincronía total, y tanto la flexibilidad salarial como la movilidad geográfica —aun siendo notablemente mayores que en Europa— distan de ser absolutas. La gran diferencia con la UME viene determinada por el hecho de que existe en Estados Unidos una estructura fiscal centralizada que, desde los tiempos de Alexander Hamilton, ha sido capaz de realizar transferencias efectivas de rentas y recursos. Con todo, no cabe excluir que a algunas zonas del país (Mississippi, regiones del sudeste y otras) podría haberles convenido una moneda propia, con posibilidad de depreciación, en lugar de resignarse a ser perceptores permanentes de transferencias federales dentro de la moneda común norteamericana. También podría pensarse lo mismo de zonas concretas dentro de naciones como Italia, España, Alemania, Reino Unido y otros países europeos, lo que no impide que en ellos exista una moneda común para todas sus regiones.

Debe, incluso, considerarse que el propio Robert Mundell, inicialmente contrario a la adopción de una moneda común en Europa, cambió de opinión al considerar otros aspectos, básicamente financieros, de las áreas monetarias, y se mostró mucho más favorable al proyecto europeo. Tal cambio de opinión fue inicialmente manifestado en los llamados «Madrid papers», presentados como ponencia en una conferencia organizada en la capital española por la Sociedad de Estudios y Publicaciones (Banco Urquijo) en 1970. Mundell elaboró su nueva postura en un artículo poco conocido y no frecuentemente citado que, bajo el título «Uncommon Arguments for Common Currencies», fue publicado en 1973. Sus ideas fueron posteriormente desarrolladas por Jacob Frenkel y Michael Musa (1980).

Así como el primer artículo de Mundell se limitaba a ajustes exclusivamente relacionados con transacciones comerciales, el de 1973 y sus posteriores desarrollos se centraron en la vertiente financiera de las uniones monetarias. La optimización de riesgos financieros exige

GRÁFICO 2

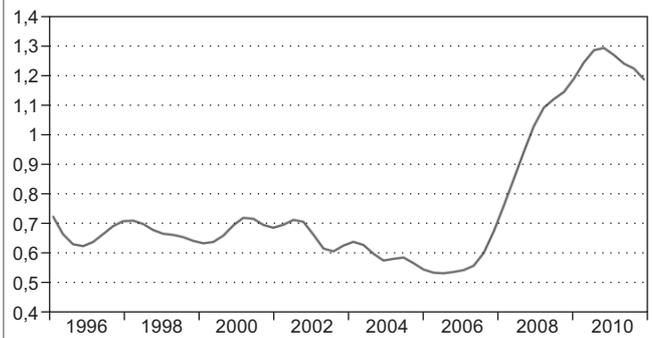
**DISPERSIÓN DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE**  
(Desviación típica 2 años)



FUENTE: Eurostat, BNP Paribas.

GRÁFICO 3

**OUTPUT GAP**  
(Desviación típica 2 años)



FUENTE: Eurostat, BNP Paribas.

mantener portfolios de inversión geográficamente diversificados. Un área monetaria amplia, integrada por países distintos (tanto mejor si lo son) no sólo facilita, sino que, en sí misma, genera tales procesos inversores. En efecto, para los habitantes de una determinada región de la zona monetaria, la mera tenencia de moneda común implica una capacidad (*virtual claim*) que le es facilitada por los moradores de las regiones restantes, de quienes puede obtener bienes y servicios o activos rentables a cambio de moneda fiduciaria. En ausencia de la moneda común, tal «crédito» es inexistente o, en todo caso, dependería del grado de aceptación (no garantizado) de una moneda extranjera, así como de las condiciones, precio (tipo de cambio) incierto, y costes transaccionales de los mercados de divisas.

Ronald Mc Kinnon (2001) extendió el argumento de la distribución internacional de riesgos a todo tipo de activos financieros en el interior de la eurozona, señalando cómo la creación de la misma habría impulsado los mercados de bonos y acciones denominados en euros, mu-

cho más allá de lo que era concebible en ausencia de la moneda común. «Más aún —señalaba— la extinción de riesgos “periféricos”, asociados a las antiguas monedas débiles, ha permitido a las empresas italianas, portuguesas, españolas (e incluso francesas) alargar la maduración de sus deudas, mediante emisiones denominadas en euros, a tipos de interés más bajos que en las condiciones anteriores y superando las condiciones de los bancos locales».

Todo ello ha resultado cierto y explica el avance de la UME durante los diez primeros años de su existencia. Los Gráficos 2 y 3, tomados de C. de Lucía (2011) expresan claramente esta historia inicial de éxito, en cuanto a la convergencia en crecimiento económico y tasas de inflación. Lamentablemente, también los gráficos señalan una clara ruptura del proceso convergente a partir de 2008, cuando empiezan a aparecer serios problemas de endeudamiento privado, deudas soberanas y fragilidad de los sistemas bancarios en diversos países de la Unión.

Pero quizá la explicación y valoración de estas nuevas circunstancias demanden un tercer artículo fundamental, por parte de mentes tan preclaras como la de Robert Mundell.

### Referencias bibliográficas

[1] CHING, S. y DEVEREUX, M. B. (2000a): «Risk Sharing and the Theory of Optimal Currency Areas: A Re-examination of Mundell 1973», Hong Kong Institute for Monetary Research, *HKIMR Working Paper* No. 8, noviembre.

[2] CHING, S. y DEVEREUX, M. B. (2000b): «Mundell Revisited: A Simple Approach to the Costs and Benefits of a Single Currency Area», *HKIMR WP* No. 9, noviembre.

[3] DE LUCIA, C. (2011): «The Eurozone: An Optimal Currency Area?», *Economic-research.bnpparibas.com*, marzo.

[4] FRENKEL, J. y MUSSA, M. (1980): «The Efficiency of the Foreign Exchange Market and Measures of Turbulence», *American Economic Review*, 70(2), páginas 374-381.

[5] MCKINNON, R. I. (1963): «Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, Volumen 53, septiembre, páginas 717-724.

[6] MCKINNON, R. (2001): *Optimum Currency Areas and the European Experience*, octubre, Stanford University.

[7] MUNDELL, R. A. (1961): «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, 51, noviembre, páginas 509-517.

[8] MUNDELL, R. A. (1973): «Uncommon Arguments for Common Currencies», en H. G. JOHNSON y A. K. SWOBODA, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, páginas 114-132.

[9] MUNDELL, R. A. (1973): «A Plan for a European Currency», en H. G. JOHNSON y A. K. SWOBODA, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, páginas 143-172.



## XIII JORNADAS DE ECONOMÍA INTERNACIONAL

### Solicitud de trabajos

La Asociación Española de Economía y Finanzas Internacionales y el Departamento de Teoría e Historia Económica de la Universidad de Granada, organizan las XIII Jornadas de Economía Internacional, que tendrán lugar en Granada los días 21 y 22 de junio de 2012.

Las Jornadas están abiertas a la participación de investigadores en las distintas áreas de la Economía Internacional. El Comité Organizador solicita el envío de trabajos, originales y no publicados, para su exposición en las Jornadas. Los trabajos se enviarán, **en formato PDF** y antes del **1 de marzo de 2012**, a través de la página web <http://www.ciespain.com>. Los trabajos que se reciban serán sometidos a un proceso de evaluación por parte del Comité Científico, cuyas decisiones se comunicarán no más tarde del **31 de marzo de 2012**.

Toda la información posterior sobre las Jornadas aparecerá en la página web <http://www.ciespain.com>, así como en <http://www.aeefi.com>.

**Comité Científico:** Joan Martín-Montaner (Universitat Jaume I) (coordinador), Jeffrey H. Bergstrand (University of Notre Dame), Carmen Díaz-Mora (Universidad de Castilla-La Mancha), Juan Carlos Cuestas (University of Sheffield), Marta Gómez-Puig (Universitat de Barcelona), Helena Marques (Universitat de les Illes Balears), Asier Minondo (Universidad de Deusto), Javier J. Pérez-García (Servicio de Estudios, Banco de España), Jorge V. Pérez-Rodríguez (Universidad de Las Palmas de Gran Canaria), Javier Perote (Universidad de Salamanca), Francisco Requena (Universitat de València), Diego Rodríguez (Universidad Complutense de Madrid), José Luis Torres (Universidad de Málaga), Christian Volpe (Inter-American Development Bank)

**Comité Organizador:** Juliette Milgram Baleix (coordinadora), Betty Agnani, Henry Aray, Estrella Gómez