

Aurèlia Mañé Estrada*
Carmen de la Cámara Arilla*

POLÍTICAS CAMBIARIAS DE INTEGRACIÓN EN LA UEM: LA EUROIZACIÓN UNILATERAL

Ante la próxima ampliación de la UE y la primacía de las políticas cambiarias en la estrategia de integración, las autoras analizan los riesgos de primar estas políticas, ejemplificándolos a partir del análisis de la propuesta cambiaria más extrema: la euroización unilateral. El estudio presenta, en primer lugar, las características distintivas del actual escenario de integración. A continuación, se adentra en el análisis de los argumentos teóricos que sustentan la propuesta de euroización. La parte central del trabajo se dedica a establecer si la euroización puede lograr un proceso de integración equilibrada. Por último, se presentan las conclusiones del estudio.

Palabras clave: integración europea, política de cambio, euro.

Clasificación JEL: E61, F31, F36, O52.

1. Introducción

En la cumbre de Copenhague de diciembre de 2002 se estableció la fecha, rubricada el pasado 16 de abril, del 1 de mayo de 2004 para la adhesión a la UE de los entonces candidatos a la ampliación. Para todos los nuevos miembros, la adhesión implica necesariamente entrar en la UEM, en un plazo medio y una vez alcanzados ciertos requisitos. Pero de los diez nuevos miembros, ocho son Países de la Europa Central y Oriental¹

(PECO). Es decir, se trata de economías en proceso de realizar su cambio sistémico desde la planificación central hacia la economía de mercado. Un cambio sistémico que, a pesar de su inminente adhesión a la UE, no está completado, quedando todavía por abordar profundas reformas estructurales y del sistema institucional. Ésta es una de las características distintivas —quizá la más importante— que configura un escenario de integración bien diferente de las experiencias previas de integración. Notables diferencias como ésta deben tenerse en cuenta a la hora de diseñar la estrategia de integración, si se quiere evitar una segmentación económica sin precedentes en Europa.

La manifiesta complejidad del actual escenario de integración exigiría una estrategia cuidadosamente diseñada en la que las reformas estructurales e institucionales pendientes ocupasen el lugar de honor. Sin embar-

* Grup d'Anàlisi de la Transició Econòmica (GATE). Universitat de Barcelona.

Versión de 24 de abril de 2004.

¹ Estos países son Hungría, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca, Eslovenia, Letonia, Lituania y Estonia. Bulgaria y Rumanía, también candidatos, han visto postergada su adhesión.

go, dichas reformas quedan relegadas a un segundo plano, ya que desde las instancias oficiales se considera «que una de las decisiones políticas más importantes a las que se enfrentan estos países de cara a la adhesión es la elección del régimen cambiario» (NN.UU.: 2002: 181)². Parece olvidarse en la práctica que dar la prioridad a la estrategia cambiaria puede sembrar de dificultades el proceso de integración.

En este artículo nos proponemos analizar cuáles son los riesgos de primar las políticas cambiarias de la integración. Ejemplificaremos estos riesgos a partir del análisis de la propuesta cambiaria más extrema que sugieren algunos especialistas sobre esta cuestión: la de una *euroización* unilateral. Con este fin dividiremos el estudio en tres apartados. En el primero esbozaremos las características que hacen que el escenario de integración de los PECO difiera del que protagonizaron los actuales miembros de la UEM. En el segundo apartado analizaremos los argumentos teóricos argüidos por aquellos que proponen la euroización. El tercer apartado pretende establecer si la euroización, más allá de evitar este tipo de crisis, también puede ser un instrumento válido para lograr un proceso de integración equilibrada. Por último, presentaremos las conclusiones.

2. La adhesión de los PECO: singularidades

Se pueden especificar seis características de los PECO que deben tenerse en cuenta a la hora de valorar cuál debe ser su estrategia de integración a la UE.

En primer lugar son economías que, en su proceso de liberalización del comercio internacional, han llegado al momento actual con un elevado grado de apertura —sobre todo por lo que se refiere a sus relaciones con los países de la UE (Cuadro 1).

Esta apertura es significativamente mayor que la que presentaban los actuales miembros de la UE cuando se integraron en la Unión. Es más, es mayor que la que tie-

nen la mayoría de economías de la actual UEM y de la OCDE.

En segundo lugar, y como consecuencia también de la extrema liberalización de las políticas aplicadas para la transición, estos países han desmantelado ya buena parte de sus mecanismos de control de capitales. Como apunta el *Economic Survey* de NNUU (2002:181) esto les diferencia de los actuales miembros del área euro, que «conservaron sus controles de capital hasta la última fase de constitución de la UEM».

En tercer lugar, se prevé que cuando estos países cumplan los criterios de Copenhague, se integren en la UE y cumplan los criterios de Maastricht, adoptarán el euro, sin posibilidad de tener un estatus similar al de Dinamarca o el Reino Unido; tampoco podrán contar con la opción de posponer la adopción de un determinado mecanismo de tipo de cambio, como ha ocurrido en Suecia. Ello implica que todos los nuevos Estados, en un futuro más o menos cercano, necesariamente adoptarán el euro como moneda «nacional».

En cuarto lugar, existe una gran brecha entre el PIB per cápita de estas economías y el de la UE (Cuadro 2).

La media del PIB pc de estos ocho países en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA) es del 45 por 100 del de la UE (recordemos que España, Portugal y Grecia rondaban el 70 por 100 en el momento de su adhesión). De hecho, si exceptuamos Eslovenia, las estimaciones más optimistas calculan un período de entre 11 años (para el caso de Hungría) y 33 años (el caso de Polonia) para que estos países se sitúen en torno al 75 por 100 del nivel actual de rpc de la UE.

En quinto lugar, los indicadores de convergencia nominal, todavía están alejados de los de la UE, aunque las expectativas no hacen de ésta una cuestión especialmente crítica (Cuadro 3).

Por último, la característica que hemos reseñado en la introducción como de mayor relevancia: la cuestión de si las economías de los PECO son economías de mercado «maduras» equiparables a las de los Estados de la UE.

² A este respecto véase también: ECOFIN (2000)

CUADRO 1

PORCENTAJE DEL COMERCIO EXTERIOR EN RELACIÓN AL PIB, 2002

	República Checa	Estonia	Hungría	Letonia	Lituania	Polonia	República Eslovaca	Eslovenia
Comercio exterior/PIB . . .	132,7	177,8	131,1	101,6	113,9	63,3	152,7	114,2

FUENTE: UE; Comprehensive monitoring Report on preparation membership (varios países), noviembre 2003.

CUADRO 2

NIVEL DEL PIB pc (PPA) Y AÑOS ESTIMADOS PARA ALCANZAR EL 75 POR 100 DEL PIB pc DE LA UE, 2001

	Nivel del PIB pc/UE-15 (\$PPA)	Años estimados para 75% UE-15
República Checa	60	15
Estonia	38	19
Hungría	52	11
Letonia	26	27
Lituania	29	31
Polonia	36	33
República Eslovaca	46	20
Eslovenia	72	1

FUENTE: NNUU *Economic Survey of Europe 2002*,1.

CUADRO 3

INDICADORES DE CONVERGENCIA NOMINAL

	IPC (media anual)	Déficit/PIB	Deuda pb/PIB	Tipos interés
	2002	2002p	2002p	2002
República Checa	1,4	-3,9	27,1	3,6
Estonia	3,6	1,3	5,8	3,6
Hungría	5,2	-9,2	56,3	8,9
Letonia	2,0	-3,0	15,2	3,0
Lituania	0,4	-2,0	22,7	2,6
Polonia	1,9	-4,1	41,8	9,5
República Eslovaca	3,3	-7,2	42,6	7,2
Eslovenia	7,5	-2,6	28,3	4,9
Valores referencia euro	2,8	-3,0	60	—

FUENTE: UE; Comprehensive monitoring Report on preparation membership (varios países), noviembre 2003.

Para la propia UE ésta es una cuestión crucial. De hecho, en el *Documento de Estrategia e Informe de la Comisión Europea sobre los progresos de cada uno de los países candidatos a la vía de la adhesión* (COM (2002) 700 final) se establece que el requisito de acceso es el cumplimiento de los criterios de Copenhague³. Estos criterios van destinados a asegurar que los nuevos Estados miembros, antes de acceder a la UE, gozen de un marco político, económico e institucional equivalente al de los actuales miembros. La Comisión, en el documento citado, afirma que todos los PECO, entonces en fase de negociación, a excepción de Bulgaria y Rumanía, ya cumplen los criterios políticos y económicos y que, además, aplican buena parte del acervo comunitario⁴.

El diagnóstico de la Comisión parece más que cuestionable. Ni siquiera la valoración del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD) sobre el progreso en la transición sistémica, valoración experta y autorizada, aunque reconocidamente optimista, llega a la misma conclusión. En su informe de 2002, el BERD declaraba que la reconstrucción institucional debía seguir en el corazón de la agenda política de las economías en transición y pedía que se fuera consciente de que la tarea de la transición no se ha completado. «Mucho queda por hacer» es la frase que cierra el capítulo dedicado a la evaluación del progreso en la transición (BERD, 2002,

cap. 2). En el informe de 2003 vuelve a insistir en que, para los futuros miembros de la UE, «la transición todavía no está terminada» (BERD, 2003, página 20). La clasificación que presentamos en el Cuadro 4 corrobora esta apreciación. Como puede observarse, de los indicadores que maneja el BERD sólo los relativos a «pequeña privatización» y a «comercio exterior» alcanzan el 100 por 100, propio de una economía de mercado madura. El resto de indicadores revelan la insuficiente transformación institucional. Esta realidad se hace aún más evidente con los datos corregidos que ofrecemos en el Cuadro 4.

A partir de ello podemos decir que el sexto factor diferenciador es que la integración de los actuales miembros de la UE se produjo entre países sistemáticamente equiparables, mientras que la que está en vías de producirse se realizará con unas economías en las que las instituciones de mercado están todavía insuficientemente desarrolladas, por lo que los mecanismos de asignación y las políticas propias de una economía de mercado «madura» pueden no surtir los efectos esperados.

Ante ello se podría decir que la estrategia de integración de los nuevos Estados a la UEM debería ser cuidadosamente diseñada. Debería contener medidas estabilizadoras encaminadas a paliar los efectos de las posibles perturbaciones financieras y/o reales; medidas estructurales encaminadas a lograr tanto la convergencia nominal como la real y, sobre todo, medidas institucionales encaminadas a lograr que la ordenación de estas economías sea equiparable a las de los actuales países de la UE. Sin embargo, es la política cambiaria la que recibe una atención prioritaria. Por ello, ahondaremos a continuación en los riesgos de primar las estrategias cambiarias de la integración frente a otras, teniendo en cuenta las seis características que hemos esbozado. Como hemos anunciado, nos serviremos de una propuesta cambiaria extrema, la euroización, para ejemplificar estos riesgos, y empezaremos por identificar los aspectos teóricos de esta opción.

³ Los criterios de Copenhague son de tres tipos: a) los políticos, definidos como una estabilidad de las instituciones que garantice la democracia, el Estado de Derecho, los derechos humanos y el respeto y protección de las minorías; b) los económicos, definidos como la existencia de una economía de mercado en funcionamiento y con capacidad de hacer frente a la presión de la competencia y a las fuerzas de mercado de la Unión; y c) la capacidad de asumir las obligaciones de la adhesión, incluida la observancia de los fines de la unión política, económica y monetaria.

⁴ Muestra de esta actitud de la Comisión se observa en el documento ya citado. En la página 16 la Comisión afirma, que todos los países en fase de negociación cumplen los criterios políticos, a excepción de Turquía; en la 17 que también cumplen los económicos, a excepción de Bulgaria y Rumanía; y en la 22 que ya aplican buena parte del acervo comunitario. Por todo ello, a excepción de los tres países citados, La Comisión recomienda que se cierren las negociaciones de adhesión con estos países al final del presente año. Adhesión que se prevé para el año 2004.

CUADRO 4

PROGRESO EN LA TRANSICIÓN, 2002
(En porcentaje)

Media de los 8 PECO	Empresas			Mercados y comercio			Instituciones financieras	
	Gran privatización	Pequeña privatización	Gestión y reestruct.	Precios	Comercio exterior y régimen cambiario	Competencia	Reforma bancaria y liberalización t.i.	Otras instituciones financieras
Clasificación BERD (1-4,5)	82,64	100	70,83	70,83	100	62,50	77,78	68,75
Clasificación corregida (0-4,5)*	74,36	91,78	63,94	63,89	91,78	56,25	70,40	61,39

* La escala de 1 a 4+ usada por el BERD, sobreestima el grado de avance de la reforma, al otorgar a un país que no ha realizado ninguna reforma un punto en vez de cero, lo cual equivale a casi un cuarto del objetivo final (NUTI, 2002). Por ello, recalculamos la clasificación del BERD a escala 0-4,5.

FUENTE: BERD, *Transition Report 2002* y elaboración propia.

3. Argumentos a favor de la euroización

Para analizar las propuestas concretas de euroización, primero repasemos la postura político-económico convencional sobre esta cuestión. Como es bien sabido, ésta plantea la elección de un régimen cambiario en los siguientes términos: si el riesgo de padecer perturbaciones financieras es más elevado que el de padecer perturbaciones reales, lo adecuado es adoptar un régimen de tipo de cambio fijo, ya que esta opción limita el riesgo de ataques especulativos. Por el contrario, si la situación es la inversa, entonces lo idóneo es optar por un tipo de cambio flexible o flotante, porque éste permite un mayor margen de maniobra a las políticas dirigidas a hacer frente a los desequilibrios internos.

En los últimos años estas recomendaciones tradicionales se han matizado y reconvertido en lo que se ha venido a llamar el enfoque *polarizado*, que parte de la idea de que ante un contexto de movilidad internacional del capital financiero, la mejor respuesta para las llamadas economías emergentes es una solución extrema (*corner solution*), con el fin de evitar que los «mercados de capital globalizados magnifiquen cualquier debilidad

de un país» (Obstfeld y Rogoff, 1995:94). Es decir, este enfoque recomienda que en las llamadas economías emergentes, entre las que se sitúa a los PECO, se adopte lo que, a partir de ahora, denominaremos un régimen cambiario *hiperfijo* o uno de flotación pura.

Analicemos en primer lugar qué entendemos por régimen cambiario hiperfijo y por qué se recomienda. Consideremos hiperfijos aquellos en los que la base monetaria de la economía que los adopta queda fundamentalmente condicionada por el volumen de reservas de que se dispone. Pueden ser de dos tipos. El que conocemos como *Currency Board* —a partir de ahora, en su traducción castellana, Caja de conversión o Junta monetaria—, que es un acuerdo institucional que al mismo tiempo que fija el tipo de cambio en relación a una divisa o a una «cesta de monedas», establece que la creación de base monetaria estará determinada por la contrapartida en reservas «valoradas» en relación a este tipo de cambio de referencia. La segunda opción es lo que comúnmente se conoce como *dolarización*. Esto es la adopción como moneda nacional de la divisa fuerte con la que se realizan la mayoría de pagos y cobros exteriores —en este caso el dólar USA, con o sin acuerdo con

el banco central emisor— y que, *de facto*, implica que el volumen de la base monetaria vendrá exclusivamente determinado por el saldo en dólares de la balanza de pagos.

Los regímenes hiperfijos se recomiendan a partir de la crisis mexicana de 1994 y de las crisis asiática, rusa y brasileña de los años 1997-1999. La lección que se extrajo de estas crisis, como escribió poco después Summers (ex diputado y secretario del Tesoro de EEUU), es que ante la existencia de movimientos de capital, la falta de credibilidad de estas economías o de sus estadistas podía echar por tierra los logros conseguidos en términos de estabilización, pero que a pesar de ello se debía seguir apostando por un mecanismo de tipo de cambio fijo para aquellos «países con un importante historial de inestabilidad financiera y en los que la política monetaria nacional ha fracasado en su intento de disminuir la inflación» (Summers (1999), citado en: Habib (2001:7).

Por ello, el enfoque *polarizado* asume que las dos opciones hiperfijas ya citadas son las que pueden otorgar mayor credibilidad y, por ende, prevenir las crisis financieras, ya que la supuesta irrevocabilidad implícita de un compromiso monetario y cambiario de este tipo induce a pensar que detrás de su adopción existe una firme voluntad de modificar el rumbo de la economía.

Además, los que defienden el régimen hiperfijo argumentan que el *plus* de credibilidad que puede otorgar inducirá a un descenso de los tipos de interés, que junto a la estabilidad cambiaria, favorecerá un crecimiento estable y duradero.

Pero no todo son ventajas, ya que cualquier modalidad de hiperfijo, así como ocurría en el caso del anclaje, puede tener un coste elevado: renunciar a tener una política monetaria independiente y renunciar a emplear el instrumento del tipo de cambio para atenuar los efectos adversos de los *shocks* reales externos.

Frente a estos argumentos de finales de la década de los noventa, se ha de decir que la otra «solución extrema» del enfoque *polarizado*, la adopción de un régimen flexible, también vino motivada por el fracaso de una economía que previamente había adoptado un tipo de

cambio fijo: Turquía. De hecho, la crisis sufrida por Turquía en febrero de 2001 llevó al FMI, por boca de su director ejecutivo, a afirmar que teniendo en cuenta la situación «un tipo de cambio flexible es más «piadoso» con los errores políticos y, por lo tanto, una opción más segura para la mayoría de países (...), ya que la ausencia de un objetivo cambiario proporciona un importante y suplementario grado de libertad para la gestión de la política interna, cuando se trata de hacer frente a los *shocks* externos (...). Así para una buena parte de los países, un tipo de cambio flotante puede ser la mejor solución» (Köhler (2001: par. 10).

Por lo tanto, resumiendo, diríamos que lo que recoge el enfoque *polarizado* es el tradicional dilema de la política cambiaria entre un régimen fijo cuando se prevén perturbaciones financieras y flexible cuando se requiere la intervención pública para hacer frente a los *shocks* en el sector real de la economía. Pero lo matiza, al establecer que ante las perturbaciones financieras, un régimen fijo puede no ser suficiente —o suficientemente creíble— y que, por lo tanto, lo adecuado, en este caso, es adoptar un régimen hiperfijo, sea éste una caja de conversión o la sustitución de la moneda nacional por una divisa.

Una vez hemos establecido los términos teóricos del enfoque, veamos la propuesta de estrategia cambiaria que desde este enfoque se propone para los PECO, frente a la aprobada por la UE. Las dos propuestas, simplificadamente, son las siguientes:

La que desde el año 2000 está defendiendo el ECOFIN que es una estrategia de integración al euro postergada en tres fases, con tres regímenes cambiarios distintos.

La primera fase —la previa al acceso— en la que los futuros Estados miembros pueden optar por el régimen cambiario que les parezca oportuno; una segunda, cuando estos Estados ya sean miembros de la UE, en la que siguiendo el Artículo 124 del Tratado de Maastricht, se considera que la cuestión cambiaria es de interés común y que, por ello, no se podrá emplear el instrumento del tipo de cambio para realizar devaluaciones competitivas; y, una tercera fase final en la que los nuevos Esta-

dos miembros deberán fijar un tipo de cambio «central» o de referencia —en relación al euro— con unas bandas de fluctuación del ± 15 por 100 —lo que se conoce con el nombre de MTC-II, para diferenciarlo del anterior— y que ha de culminar con la adopción del euro, después de dos años de estabilidad cambiaria y de cumplimiento de los criterios de Maastricht.

La otra postura, la del enfoque polarizado, es una estrategia de integración al euro rápida, y es defendida por un número creciente de autores y asesores gubernamentales, como Nuti (2002), Habib (2001), Bratkowski y Rotowski (2002) y Coricelli (2002). Estos proponen, frente a la estrategia de la UE, una *euroización* para sus nuevos Estados miembros.

Los autores que abogan por la integración rápida argumentan que lo que se propone desde la UE recoge lo peor de las dos opciones extremas del *enfoque polarizado*, ya que la adopción de un régimen temporal e intermedio como es el MTC-II no es garantía suficiente para prevenir las perturbaciones financieras —a no ser que existan controles de capitales—, ni tampoco les otorga un margen suficiente para hacer frente a los *shocks* reales —ya que *de facto* su política monetaria y cambiaria estará maniatada por la obligación de mantener las cotizaciones de sus divisas dentro de las bandas de fluctuación.

En este sentido, en los dos últimos años han aparecido numerosos estudios como los ya citados que, de acuerdo con el enfoque polarizado, plantean la posibilidad de que estas economías se *euroicen*, para evitar, como apunta el *Economic Survey* de NNUU (2002:187), que «la aplicación del MTC-II pueda condicionar la sostenibilidad del proceso».

Su argumentación es la siguiente:

- Primero, entre un régimen de flotación pura y un hiperfijo, abogan por la adopción de un régimen cambiario hiperfijo, ya que la flotación pura les parece poco adecuada por la elevada incertidumbre que su excesiva volatilidad puede generar en exportadores, importadores e inversores. Además, consideran que esta excesiva volatilidad, aunque útil para el manejo de las políticas in-

ternas, puede complicar todavía más el proceso de ajuste de paridades que irremediablemente estos países deberán hacer cuando se integren al euro. Recuérdese que la UE establece que cuando estos países accedan a la Unión no tendrán las opciones que ha tenido Suecia ni las que han tenido el Reino Unido y Dinamarca. Por ello, los autores citados proponen la adopción de un régimen hiperfijo.

- En segundo lugar, dentro de las opciones de régimen hiperfijo, abogan por una euorización, ya que si lo que se pretende con esta opción es aumentar la credibilidad, la credibilidad de una *euroización* es mayor que la de una *caja de conversión*. Máxime después de lo acaecido en Argentina últimamente.

Esta ventaja de la euroización es determinante, dado que, según estos autores, el resto de costes y beneficios de una y otra opción no son significativamente diferentes⁵. Cabría destacar, sin embargo, dos cuestiones que conlleva una euroización unilateral que no se dan en el caso de la *caja de conversión*. Éstas son:

Por una parte, la pérdida de los derechos de señoriaje por emisión de moneda, que en el caso de la *caja de conversión* se preserva mediante el interés obtenido por las reservas. A decir verdad, sobre esta cuestión no existe acuerdo unánime, ya que algunos autores como (Bratkowski y Rostowski, 2001) consideran que es un efecto que no se ha de tener en cuenta, mientras otros como (Larrazin y Sachs, 1999) creen que su pérdida es significativa. En cualquier caso, para el caso de los países que estamos tratando, el derecho de señoriaje es bastante bajo, y en muchos casos se ve menguado por las frecuentes operaciones de esterilización.

Además, la pérdida de los derechos de señoriaje podría solucionarse fácilmente vía acuerdos con el Banco Central Europeo, como ya se ha hecho en otras zonas del planeta por parte de la Reserva Federal de EEUU, en el marco del Acta Monetaria Internacional del 2000.

⁵ Para una descripción detallada de los costes y beneficios de la euroización, véase: NUTI (2002).

La otra cuestión a considerar es la pérdida del Banco Central como prestamista de última instancia. En este caso, tampoco las diferencias con un régimen de *caja de conversión* son tan significativas, ya que en ambos casos se requiere que la base monetaria esté respaldada con las reservas en divisas; y, como tristemente ha demostrado la reciente crisis de Argentina, nada impide que la población desee convertir en divisas activos que no están incluidos en este agregado. La única opción entonces, si no se dispone de un volumen de reservas superior al que se necesita para respaldar la moneda nacional, es establecer una represión monetaria como ha ocurrido con el famoso «corralito». Lo que, de hecho, no es significativamente distinto a lo que supondría una euroización.

Sin embargo la cuestión de la pérdida del Banco Central como prestamista de última instancia o como suministrador de liquidez del sistema es mucho más compleja que la de la pérdida de señoría, porque en el caso de no existir ningún acuerdo, un régimen cambiario hiperfijo puede presentar problemas importantes. En primer lugar, la dependencia de las reservas para poder crear base monetaria puede convertir el mecanismo del tipo de cambio en una vía hacia el subdesarrollo de la zona (Nuti, 2002). En segundo lugar, confiar en que los bancos privados compensen la ausencia de un prestamista de última instancia proporcionando liquidez al sistema es muy arriesgado, ya que puede acabar conduciendo a estas economías a una quiebra financiera todavía mayor que la que supondría los ataques especulativos, como también nos ha mostrado Argentina, donde los bancos prefirieron la quiebra a seguir siendo los suministradores de liquidez del sistema.

Valoraremos las repercusiones de estos costes de la euroización más adelante, pero en aras a la lógica del discurso añadiremos, para finalizar este apartado, que además del argumento de la credibilidad, los que defienden la euroización, frente a la propuesta de un régimen semi-fijo como el del MTC-II también establecen que si se tiene en cuenta que la única opción futura de los nuevos Estados

miembros al acceder a la UE es adoptar el euro, parece razonable pensar que cuanto antes puedan acceder a los supuestos beneficios que otorga adoptar una moneda única —mayor integración comercial e inversora, mayor estabilidad, menores tasas de interés—, menor será el coste de esta integración y mayores los beneficios en términos de convergencia.

Por ello, apoyándose en una literatura menos convencional de las áreas Monetarias Óptimas, algunos de los autores citados explican que la disminución de los costes de transacción entre los actuales y los nuevos miembros de la UE, junto con la mayor estabilidad cambiaria, debería propiciar un incremento del volumen de exportaciones netas que, a la postre, redundará en mayores tasas de crecimiento. Por otro lado, también argumentan que la fijación de un tipo de cambio nominal incide en una mayor estabilidad de precios. Por ello, estos autores afirman que la euroización ha de conducir a los PECO hacia una integración equilibrada basada en un crecimiento estable a largo plazo.

En términos generales, decir que el simple hecho de fijar un tipo de cambio puede ser suficiente para potenciar el crecimiento y favorecer la estabilidad de precios a largo plazo significa asumir que estas economías ya se encuentran en una senda equilibrada de crecimiento y que, por lo tanto, la estabilidad que puede proporcionar un tipo de cambio fijo les ayudaría a seguir avanzando en ella. Esto, formulado de otro modo, significa que el riesgo de padecer *shocks* reales es bajo y que, por lo tanto, el coste de renunciar a la política cambiaria y monetaria es bajo también y, sobre todo, ampliamente compensado por la mayor credibilidad y los menores costes de transacción que otorgaría a las economías y dirigentes de estos países el hecho de adoptar el euro. En definitiva, la hipótesis sería cierta si fuera cierto también que el riesgo financiero es mayor que el real y que, por ello, una medida estabilizadora, como es la fijación del tipo de cambio, sería suficiente para que los nuevos Estados miembros se beneficiaran de una integración simétrica y equilibrada.

Sin embargo, tres de las características que hemos establecido al inicio de este artículo —elevada brecha en el PIB pc, mayores tasas de inflación y cambio sistémico incompleto— nos llevan a dudarlo. Por este motivo destinaremos la tercera parte de este escrito a valorar si realmente, en el caso que estamos analizando, la hipótesis que estamos barajando es cierta. Es decir, a valorar si la adopción del euro puede ser la forma adecuada para alcanzar un crecimiento estable a largo plazo.

4. ¿Favorece la euroización una integración equilibrada?

Para abordar esta cuestión, dividiremos nuestra explicación en dos fases. Una primera que tiene como objetivo establecer si, en el corto plazo, es cierto que la adopción del euro puede incrementar los flujos comerciales con los socios de la UE y favorecer la disminución de las tasas de inflación. Y una segunda fase que pretende determinar si, en el largo plazo, teniendo en cuenta las características del sector exterior y de la inflación de estos países, es posible que la euroización catalice un crecimiento no inflacionista. Con ello podremos fijar si la euroización es una estrategia adecuada para asegurar la integración simétrica y equilibrada de los nuevos Estados miembros en la UEM y si, por ello, el coste implícito de esta opción, renunciar a la política monetaria y cambiaria, no es excesivo.

Pasemos en primer lugar a averiguar si, en el corto plazo, la adopción del euro puede incidir favorablemente en el volumen —o peso de las exportaciones netas.

Como ya se ha dicho, estas economías han experimentado un proceso de apertura sin precedentes en la economía mundial, que se ha traducido en unos elevados coeficientes de apertura. Algunos estudios, como el de Rose del año 2000, afirman que adoptar una moneda e integrarse puede incrementar aún más las relaciones exteriores de estas economías. Sin embargo, dada la ya elevada integración comercial, no parece probable que ni el acceso a la UEM ni la adopción de un determinado régimen cambiario pueda modificar sustancialmente los

flujos comerciales. Estudios como el de Nuti (2002:426) abundan en este extremo, al afirmar que con «la ya elevada proporción de comercio con la eurozona, la expectativa de que una moneda única aumente el flujo comercial más bien se ve reducida.» No hay acuerdo pues, si bien no parece desacertado concluir que la adopción del euro no impulsará un mayor nivel de relaciones comerciales, aunque es cierto que tampoco existen argumentos en contra de su adopción a este respecto.

Por el contrario, el efecto sobre los precios relativos en el corto plazo sí podría ser estabilizador. En concreto, cuando se adopta una estrategia de este tipo, lo que se pretende es incidir sobre el tipo de cambio real por medio de la disminución del diferencial de precios relativos entre una economía y sus principales socios comerciales. Dicho de otro modo, con el tipo de cambio nominal fijado, la única forma de ganar competitividad es vía la disminución del nivel de precios interno.

Para dirimir si esta estrategia es adecuada en el caso de los nuevos Estados miembros, se ha de tener en cuenta que en la mayoría de economías en transición, al iniciar sus procesos de apertura, se optó por un tipo de cambio nominal subvalorado, con el propósito de ganar competitividad por esta vía. Esto ha propiciado que el tipo de cambio tendiese hacia una revaluación real.

La cuestión es, por tanto, si la adopción unilateral del euro en unas economías cuyo tipo de cambio nominal está subvalorado favorece una ulterior estabilidad de precios. En este caso, la respuesta podría ser afirmativa, ya que la experiencia de la anterior década demostró que si existe una tendencia hacia la apreciación real del tipo de cambio y se fija el tipo de cambio nominal subvalorado, la revaluación se producirá indefectiblemente vía un incremento en el diferencial de precios. Como escribe Nuti (2002:432), en estas circunstancias «lejos de ayudar al control de la inflación, la fijación de un tipo de cambio (subvalorado) inexorablemente se convertirá en una máquina inflacionista». Así, en este caso, la adopción del euro podría ayudar a una revaluación real del tipo de cambio, sin necesidad de incrementos sucesivos en las tasas de inflación.

En resumen, en el corto plazo una posible euroización no tendría efectos significativos en los flujos comerciales, pero sí los tendría en términos de estabilidad de precios.

Pasemos ahora a la segunda fase de nuestra explicación, es decir, al análisis a largo plazo de si las características del sector exterior y de la inflación indican que se tenderá hacia un mayor crecimiento no inflacionista.

Esto significa averiguar, por lo que al sector exterior se refiere, si la adopción del euro, a pesar de que no se espera que incremente sustancialmente los flujos comerciales, puede reforzar la relación entre exportaciones netas y crecimiento económico. Y averiguar, por lo que a la inflación se refiere, si el potencial efecto estabilizador del tipo de cambio se mantendrá en el medio y largo plazo y, por lo tanto, incidirá positivamente en la estabilidad nominal.

Veamos, primero, si la adopción del euro puede incidir positivamente en mayores tasas de crecimiento a través de su efecto sobre la balanza básica.

Un visión rápida de las balanzas básicas indica que, en conjunto, estos países se caracterizan por tener déficit en su balanza comercial. Al mismo tiempo, estos déficits se ven parcialmente compensados por la evolución de su balanza de capital y, dentro de ella, por el fuerte peso de la inversión directa extranjera (IDE) (Gráfico 1).

Con los años, este patrón de relaciones exteriores ha redundado en una relación creciente entre el volumen de inversión extranjera y la evolución de las exportaciones netas. Relación que se refleja en la pérdida progresiva de peso del comercio unidireccional en favor del bidireccional, y que se ha visto favorecida por la forma en que los sectores productivos de estos países se han integrado en las redes de los consorcios multinacionales: en los primeros años vía *Tráfico de Perfeccionamiento activo* —con bienes intensivos en trabajo y mano de obra poco cualificada, sobre todo textil, calzado y muebles—, y a partir de mediados de los noventa a través de las redes de producción internacional —con bienes más intensivos en capital y tecnología como son los equipos de transporte, maquinaria y componentes eléctricos.

Así, podemos afirmar que la gran apertura de estas economías se ha traducido en un significativo incremento del comercio intraindustrial o intraempresas que, si bien es cierto que ha incidido en una mayor diversificación de sus exportaciones, también lo es que el sector exterior está teniendo cada vez menor repercusión en el crecimiento del PIB. Veamos por qué.

Como se explica en el *Economic Survey* de NNUU, la evolución de las importaciones en estos países se debe al patrón comercial de los PECO, marcado por el Tráfico de Perfeccionamiento, las subcontrataciones y otro tipo de acuerdos de «importaciones a cambio de exportaciones», que resultan en unas exportaciones con un elevado contenido importador. Por ello, existe una fuerte correlación, positiva y creciente, entre la evolución de las exportaciones y de las importaciones, ocasionada por la forma en que algunas empresas o sectores de estas economías se están integrando en las redes de producción internacionales. Correlación que redundará en una escasa relación entre la evolución de las exportaciones netas y el crecimiento del PIB.

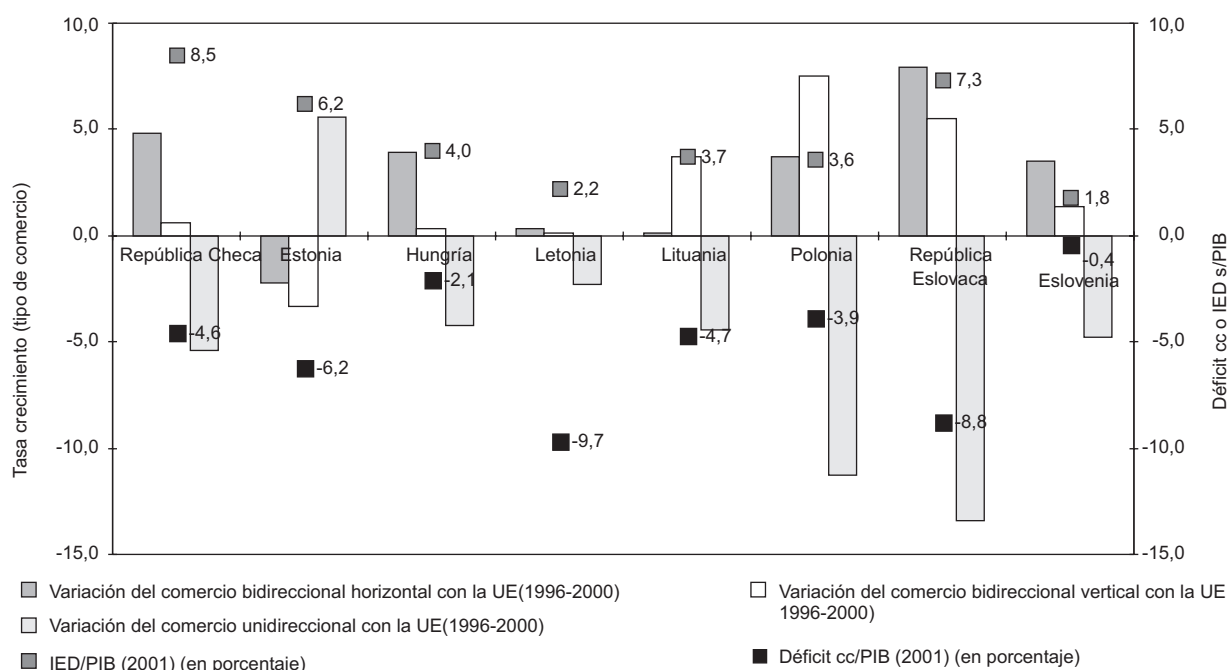
De hecho, el citado informe concluye afirmando que, si bien en economías pequeñas y abiertas «las exportaciones tienen importantes repercusiones en las recuperaciones cíclicas del PIB», en este caso —en el de la mayoría de los PECO—, curiosamente, «no existe una correlación entre las exportaciones netas y sus contribuciones al crecimiento real del PIB» (NNUU: 2002:92).

¿Puede la euroización corregir esta tendencia? Si nos atenemos a las conclusiones del citado estudio, podríamos aventurar que más bien todo lo contrario. La adopción del euro supondrá que el comercio bilateral se efectúe en una única moneda, lo cual facilitará y reforzará la integración de empresas en las redes de producción internacionales de las Corporaciones Multinacionales. Por lo tanto, es previsible que la adopción del euro refuerze la pauta comercial actual, y sus efectos beneficiosos sobre el crecimiento sean cada vez menores.

Un argumento que refuerza esta idea lo aporta Habib (2001:32) al informarnos de que «la correlación del ciclo industrial de los PECO con el de la UE es muy baja», por-

GRÁFICO 1

INDICADORES SELECCIONADOS DE RELACIONES EXTERIORES



FUENTE: NNUU *Economic Survey of Europe 2002,1* y elaboración propia.

que, como también se puede leer en el *Economic Survey* de NNUU (2002:133), el ciclo de los PECO tiende a evolucionar más en función de los objetivos estratégicos de las CMN (deslocalización de procesos productivos, mano de obra más barata, acceso futuro al mercado europeo, etcétera), que en función del ciclo de la UE.

En definitiva, podemos concluir afirmando que no es evidente que la adopción del euro, por su efecto sobre el sector exterior, catalice un mayor crecimiento. Primero, porque, como ya vimos al analizar el corto plazo, es difícil que esta medida redunde en un incremento de sus flujos comerciales; y segundo, y todavía más importante, porque no sólo la pauta comercial no favorece un mayor crecimiento, sino que, además, está propiciando una evolución cíclica distinta a la de las economías en

las que estos países se quieren integrar, las de la UE. Ciertamente se podría pensar que en el medio o largo plazo el comportamiento de las CMN tenderá a verse influido por la evolución cíclica de las economías europeas, pero en cualquier caso, esta no es la situación actual.

La excepción a esta regla es Bulgaria (país no incluido en la primera fase de ampliación), donde el PIB responde positivamente a las variaciones de las exportaciones netas. Al comparar el caso de Bulgaria con los demás países, se aprecia que la presencia de los inversores extranjeros es mucho menor en ella que en el resto. En ella predominan las exportaciones unidireccionales, en vez de las bidireccionales, y este es seguramente el motivo de su comportamiento distinto.

Así que, bajo estas condiciones, sí se corrobora la teoría convencional de que, en una economía pequeña y abierta, un incremento de las exportaciones incide positivamente en el crecimiento del PIB. Teniendo en cuenta esto, y que la UE ha reforzado sus políticas proteccionistas en el mismo año que se ha acelerado la ampliación, mientras la reforma de la PAC ha sido postergada una vez más, tal vez sería más adecuado proponer políticas estructurales y comerciales en vez de preocuparse por cuestiones cambiarias. Máxime si se tiene en cuenta que la balanza básica de estos países se mantiene por una inversión directa extranjera que ha acudido a estos países atraída por los bajos costes de una mano de obra relativamente cualificada, pero sobre todo por las oportunidades que les han propiciado los procesos de privatización, y éstos no son eternos. Además, con el tiempo, sus repatriaciones de beneficios todavía pueden desequilibrar más la balanza por cuenta corriente. Lo que, a todas luces, sólo puede repercutir negativamente en el crecimiento de estas economías.

Pasemos ahora al segundo aspecto que pretendíamos analizar, el de si la adopción del euro puede influir en el medio y largo plazo en la estabilidad de precios y conseguir una estabilidad nominal favorecedora del crecimiento.

La cuestión relevante para dilucidar este aspecto es establecer la causa de la inflación que sufren estos países, para saber si la adopción del euro puede actuar sobre ella.

A este respecto, el *Economic Survey* de NNUU (2002: 183-84) establece que la inflación que experimentan las economías de estos países no refleja ni la ausencia de políticas estabilizadoras ni de graves desequilibrios macroeconómicos; sino que, por el contrario, es el fruto del inicio del proceso de convergencia, en términos de productividad, que puede implicar un incremento en los precios y los salarios. Es decir, nos encontramos ante una inflación estructural ocasionada por el efecto Balassa-Samuelson.

Este tipo de inflación se produce en una economía pequeña y abierta cuando el efecto de la competencia

sobre el sector abierto o expuesto —el de los bienes comercializables— conduce a incrementos en sus tasas de productividad, mientras que en el sector protegido o no expuesto —el de los bienes no comercializables— las tasas de productividad son constantes, o aumentan en menor medida. A partir de aquí, la idea básica es que el sector expuesto puede aumentar el porcentaje de los salarios y/o los beneficios, sin recurrir a aumentos de precios, mientras que el sector protegido para tener incrementos equivalentes en los salarios y/o los beneficios tiene que recurrir a incrementos de precios. Lo que comúnmente se conoce como «efecto derrame».

Identificado el tipo de inflación al que nos enfrentamos, veamos si una medida estabilizadora como la fijación del tipo de cambio es un instrumento eficaz para combatir un fenómeno de inflación estructural ocasionada por una rápida apertura de la economía.

En este caso, el objetivo perseguido es disminuir los diferenciales de productividad entre el sector de los comercializables y el de los no comercializables; pero, como es bien sabido, la productividad depende de cuestiones como el *stock* de capital (fijo, tecnológico y humano) de un país y de la relaciones entre ese *stock* de capital, el empleo y el PIB. Así que, a no ser que el tipo de cambio pueda influir en esas cuestiones, no parece que el euro pueda ayudar a mejorar los diferenciales de inflación entre los PECO y la UE de manera estable.

Todavía cabría la posibilidad de que, aunque el euro no pudiese actuar para evitar los diferenciales de productividad, sí pudiese, en cambio, prevenir que se traduzcan en incrementos de salarios y/o beneficios inflacionistas en el sector no expuesto a la competencia. Si estos aumentos se producen es porque los trabajadores pueden forzar alzas salariales no relacionadas con los incrementos de la productividad y las empresas tienen poder para subir los precios. Es decir, que el hecho de que los aumentos en los salarios o beneficios del sector expuesto se traduzcan en incrementos equivalentes en el sector protegido se debe fundamentalmente al poder que tengan los distintos

agentes que operan en este mercado, de sus estrategias de apropiación del excedente, o de lo eficientes que sean las empresas en las formas de producir y distribuir en un mercado protegido. Cuestión que, una vez más, poco tiene que ver con el euro, ya que depende de la forma en que se ordena y organiza el mercado interno. Es decir, de cuán flexible es la oferta, de su grado de liberalización, de su grado de competencia o monopolio, del tipo de regulaciones existentes; en resumen, de hasta qué punto funcionan correctamente las instituciones de mercado.

En definitiva, y retomando el análisis que habíamos hecho para el corto plazo, podemos concluir que en los países que se enfrentan a una inflación del tipo Balassa-Samuelson con un tipo de cambio subvalorado, la adopción del euro puede tener un efecto estabilizador a corto plazo, pero que, en el medio-largo plazo, una estrategia cambiaria no incidirá sobre las causas generadoras de la inflación y por lo tanto no podrá combatirla eficazmente. Así, deberíamos convenir en que si la adopción del euro no va acompañada de políticas tendientes a incrementar la calidad y la cantidad de los *stocks* de capital (fijo, tecnológico y humano), ni de políticas tendientes a favorecer un mejor funcionamiento del mercado, no se producirán ulteriores reducciones en los diferenciales de inflación.

De hecho el riesgo, si estas políticas no se implantan, todavía es mayor, ya que probablemente no sólo no se reducirá la inflación dual, lo cual puede circunscribirse a un problema interno de sus economías, sino que, además, las limitadas posibilidades de crecimiento de la productividad también pueden ocasionar que los precios del sector exportador aumenten en mayor medida que los de sus socios europeos, creando serios problemas de competitividad.

Por último conviene decir que, si bien estos riesgos también existen en otras economías europeas, en el caso que estamos tratando cobran una especial relevancia, ya que, en estas economías, en la última década se produjo una brutal desinversión, y, además, no olvidemos que todavía tienen pendiente la convergencia

institucional con las maduras economías de mercado de la UE.

Llegados a este punto, nos encontramos en condiciones de afirmar que la adopción del euro, si no va acompañada de reformas profundas en estas economías, no propiciará el mayor crecimiento no inflacionista que se pretende. El análisis del sector exterior de estas economías nos ha indicado que el efecto de la adopción del euro sobre el comercio intraindustrial o intraempresas no tiene consecuencias significativas sobre el crecimiento, y el análisis de la inflación ha desvelado que el inicial efecto estabilizador sobre el nivel de precios no se mantiene a medio y largo plazo. El corolario de todo ello es que si bien la euroización puede ser adecuada para el propósito de prevenir perturbaciones financieras, no lo es para promover una integración equilibrada y simétrica.

Lo que hemos venido explicando hasta el momento nos permite también aventurar un escenario probable de la euroización: la integración de algunas empresas o sectores de estos países en las redes corporativas transnacionales. La experiencia demuestra que en economías pequeñas y extremadamente abiertas como las que estamos tratando dos son las opciones posibles: o bien iniciar una estrategia por promoción de exportaciones con el respaldo de la economía fuerte de la zona, como fue el caso de algunas economías asiáticas con Japón; o bien convertirse en economías dualizadas o en enclaves exportadores, como ha sido el caso de gran parte de economías de los países subdesarrollados. Vista la tendencia actual, en estos países el segundo caso es probable, ya que la estabilidad cambiaria que puede proporcionar la adopción del euro sólo favorece el incremento de los flujos de comercio bidireccionales, en detrimento de los unidireccionales, y, eventualmente, una disminución de los precios y costes del sector exportador.

Así la adopción del euro puede favorecer la integración microeconómica de algunos sectores, pero no propicia una integración macroeconómica equilibrada. Ello da respuesta a la cuestión que habíamos formulado al

inicio de este apartado, al poner en evidencia que la euroización no es una estrategia adecuada para asegurar la integración simétrica y equilibrada de los nuevos Estados miembros en la UEM y, por lo tanto, el coste intrínseco de la euroización, renunciar a las políticas monetaria y cambiaria, se revela excesivo.

Esta conclusión, suficiente ya por sí sola para no recomendar la euroización, se ve reforzada por los problemas —ya apuntados en el segundo apartado del artículo— que se derivan de la pérdida del banco central en sus funciones de emisor de dinero legal y de prestamista de última instancia.

El primer problema es que adoptar un régimen cambiario hiperfijo implica que la base monetaria de una economía es función del volumen de reservas (o moneda que adopta) y que, por lo tanto, queda condicionada al saldo de la balanza de pagos. Por lo tanto, teniendo en cuenta el patrón exterior actual de los PECO, la euroización implicaría que la oferta monetaria quedase condicionada o bien a los objetivos estratégicos de las CMN o bien a la capacidad de endeudamiento de estas economías. Por lo que, o estas economías optan por no endeudarse y asumen que su base monetaria quede subordinada a un flujo —no necesariamente constante ni positivo— de IDE; o bien puede generarse una espiral de endeudamiento, desde ningún punto de vista deseable y, *de facto*, restrictivo. Esto hace que la euroización sea potencialmente restrictiva y desestabilizadora, y que en cualquier caso aleje a los PECO de una senda de crecimiento equilibrado.

El segundo problema es que, si existiera una restricción de liquidez en el sistema, el banco central no podría actuar como prestamista de última instancia, siendo, en esta circunstancia, predominante el papel de los bancos privados como suministradores de liquidez. El FMI en el año 2000 apuntaba una posible solución para este problema, al decir que «la entrada de bancos extranjeros en los mercados emergentes debería contribuir a la eficiencia y la estabilidad del sistema financiero y, por ello, compensar la función del banco central como presta-

mista de última instancia en el caso de dolarización o euroización».

Como ya hemos expresado aquí, es arriesgado confiar en que los bancos privados asuman la función estabilizadora; pero incluso suponiendo que estén dispuestos a ejercerla, es dudoso que su actuación sea efectiva. En estos países el sistema bancario y financiero está muy poco desarrollado y, además en el momento actual, sus ratios de calidad son extremadamente bajos. Ello plantea el interrogante de si estas instituciones serán capaces, en el marco institucional existente, de convertirse en intermediarios financieros en aras a lograr una mejor asignación de recursos. En la situación actual, como afirman autores como Nuti (2002) o Habib (2001), no parece que así sea. De hecho, el primero afirma que «el sistema bancario, los mercados financieros y los mecanismos de regulación no están suficientemente desarrollados, por una muy buena razón, que es que se han de crear *ex novo*, en vez de ser reestructurados (...). Por ello, las relaciones entre las economías de mercado avanzadas (UE-15) y las economías con sistemas de mercado incompletos (...), podría parecer —y a nivel microeconómico lo son— mutuamente beneficiosas, pero no son una buena base para lograr una integración monetaria y financiera eficiente» (Nuti, 2002: 438)

Esto, como apunta este mismo autor, requiere que seamos muy cautos de cara a la futura integración. La razón es que la adopción del euro, prematura o tardía, puede favorecer una mayor implantación de los bancos extranjeros, atraídos por un mayor volumen de depósitos en esta divisa, y en este sentido integrarse en el mercado de capitales en euros; pero la contrapartida para estos países puede ser quedarse sin intermediarios financieros para el mercado local y, con ello, sin una política monetaria efectiva, ni europea ni nacional.

Esta es una cuestión de crucial importancia, ya que refuerza una idea que ha ido surgiendo a lo largo del artículo: que para que una estrategia de integración tenga éxito, no sólo se requiere la convergencia nominal —que eventualmente y coyunturalmente se puede for-

zar— o la convergencia real —que si se mide en términos de PIB per cápita, incluso se puede lograr—, sino que lo que se requiere es que ambas se mantengan y, para ello, si confiamos en el mercado como asignador de recursos, se requiere que éste exista, o sea que existan las instituciones de mercado. Por lo tanto es crucial que se establezcan principios de ordenación, de organización y reproducción del sistema productivo. Es decir, que se otorgue a las reformas estructurales e institucionales la relevancia que les corresponde, diseñando una propuesta de ampliación en la que la estrategia cambiaria deje de ser la principal preocupación.

5. Conclusiones

La *euroización* es el caso extremo que muestra lo que puede resultar de la elección de una estrategia de ampliación que prime la cuestión cambiaria sobre otras estrategias tendentes a lograr el marco estructural e institucional propio de una economía «madura» de mercado. Como caso extremo que es, amplifica —caricaturiza— los efectos de la estrategia cambiaria, haciendo más evidentes sus peligros.

Alarmantemente, hemos de convenir con los que proponen la euroización que la única diferencia relevante entre la euroización y la propuesta de la Unión Europea es de calendario; y darles la razón en que simplemente postergar la adopción del euro puede conducir a los nuevos Estados miembros a una agonía innecesaria.

En primer lugar, porque sin medidas adicionales, no es previsible que el escenario de integración del sector exportador que hemos planteado en páginas anteriores se vea modificado por esperar unos años antes de adoptar el euro.

En segundo lugar, porque sin la debida atención a las medidas estructurales y de ordenación y flexibilización del mercado, no sólo permanecerá la inflación estructural —dual— de estas economías, sino que puede convertirse en lo que ahora se viene a llamar «inflación doble».

En tercer lugar, porque sin una reforma profunda del sistema bancario y financiero, incluso en el caso de que

estos países no tengan que renunciar a su política monetaria hasta su integración plena en la UEM, los mecanismos de intermediación financiera y de transmisión de la política monetaria son tan débiles que más que de una futura integración de estas economías en la UEM deberíamos hablar de una integración de las filiales bancarias y financieras locales en el mercado del euro.

En cuarto y último lugar, porque el resultado de la estrategia, como ya se ha argumentado, sólo puede ser una integración macroeconómica asimétrica y desequilibrada. Situación que previsiblemente dará lugar a importantes *shocks* asimétricos que —con la propuesta del ECOFIN, mientras llega el euro— por su efecto destabilizador sobre el sector real pueden ser un reclamo para los especuladores financieros. Lo que en otras palabras significa que lo que hoy en día no parece ser un riesgo excesivo —las perturbaciones financieras—, con la estrategia de la UE puede convertirse en el principal factor de riesgo de los nuevos Estados miembros y arruinar para muchos años el proceso de ampliación.

Por ello interpretamos que los defensores de la euroización, al hacer una propuesta cambiaria hiperbólica, pretenden apelar a la conciencia de los estadistas europeos para que, si a pesar de los riesgos evidenciados en este artículo, van a primar la estrategia cambiaria sin poner el énfasis necesario en los cambios estructurales e institucionales que deben acompañarla, establezcan al menos aquélla que les evite las crisis financieras.

Referencias bibliográficas

- [1] BERD (2002, 2003): *Transition Report*.
- [2] BRATKOWSKI, A. y ROSTOWSKI, J. (2000): «Unilateral Adoption of the Euro by EU Applicant Countries: The Macroeconomic Aspects», en ORLOWSKI, L. (ed.), *Ten Years of Transition*, Edward Elgar.
- [3] COMISIÓN EUROPEA (2002): *Documento de estrategia e informe de la Comisión Europea sobre los progresos de cada uno de los países candidatos a la vía de la adhesión*, COM (2002) 700 final.
- [4] CORICELLI, F. (2002): «Exchange Rate Policy During Transition to the European Monetary Union. The Option of Euroization», *Economics of Transition*, 10, 2, páginas 405-417.

[5] ECOFIN (2000): «Report to the European Council in Nice on Exchange Rate Aspects of the Enlargement», *European Economy*, 1, febrero, EC-DG-II, páginas 1-3.

[6] FMI (2000): *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C. septiembre.

[7] HABIB, M. M. (2001): «Is There a Case for Unilateral Euroisation?. Evidence from Bulgaria, Hungary, the Czech Republic and Poland», *Discussion Paper Series*, 16, Centre for New and Emerging Countries.

[8] KÖHLER, H. (2001): *New Challenges for Exchange Rate Policy*, Remarks by the Managing Director of the Interna-

tional Monetary Fund at the Asia-Europe Meeting of Finance Ministers, Kobe, Japón, enero.

[9] LARRAIN, F. y SACHS, J. (1999): «How Should Emerging Economies Float Their Currencies?», *Foreign Policy*, 116, otoño.

[10] NNUU (2002): *Economic Survey of Europe*, 1.

[11] NUTI, D. M. (2002): «Costs and Benefits of Unilateral Euroization in Central Eastern Europe», *Economics of Transition*, 10, 2, páginas 419-444.

[12] ROSE, A. K. (2000): «One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade», *Economic Policy*, 15, 30, páginas 7-46.