

# El proceso de creación de la Unión Monetaria Europea

FÉLIX VARELA PARACHE\*

La integración monetaria ha sido un tema con cierta tradición en Europa. Como antecedente remoto puede mencionarse la Unión Monetaria Latina, creada en 1865 por Francia, Bélgica y Suiza y a la que posteriormente se incorporó Italia. Consistía en implantar en esos países un sistema bimetálico de oro y plata con circulación general de las monedas, el cual subsistió hasta la segunda guerra mundial, aunque no sin dificultades producto de la inestabilidad típica del bimetalismo y del exceso de circulación fiduciaria en alguno de sus miembros. El Tratado de Roma, que creó la Comunidad Económica Europea (CEE), no mencionaba la integración monetaria y apenas se refería a aspectos de cooperación en ese ámbito. Esa postura predominó en los 10 primeros años de la Comunidad, pero posteriormente se ha convertido en un objetivo importante y para muchos necesario. Tal objetivo ha dado lugar a: a] un fracaso inicial (el intento de integración de los años setenta) con importantes consecuencias al constituir el embrión que aglutinó al grupo inicial de países que utilizaron al marco como referencia de su política cambiaria; b] un segundo proyecto de contenido más limitado, el Sistema Monetario Europeo (SME), que durante algunos años ofreció una estabilidad apreciable, y c] la creación de la Unión Monetaria Europea (UME), proyecto polémico en algunos países, pero decisivo en la evolución europea. En este trabajo se presentan los aspectos más relevantes de la UME, sus antecedentes, las dificultades que entrañó su creación y el cumplimiento de las condiciones de convergencia después de la crisis monetaria europea de 1992-1993, así como las políticas monetaria y cambiaria del euro.

## ANTECEDENTES DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

La historia monetaria de la Comunidad Europea (CE) es una sucesión de períodos con desigual interés y preocupación por los objetivos monetarios, que sólo adquieren pleno sentido al considerar la evolución general del sistema monetario internacional. El primero de ellos corresponde a la época de redacción del Tratado de Roma y a los primeros 10 años de existencia de la Comunidad. En el Tratado apenas se mencionaba el tema monetario pues, al elaborarse, el sistema creado en Bretton Woods se acercaba a su perfeccionamiento, con tipos de cambio estables y creciente liberalización y multilateralización de los pagos corrientes. Por ello, los redactores apenas dedicaron atención a los aspectos monetarios y se concentraron en lo que era su objetivo central: la configuración del mercado común. Esa posición predominó en los años siguientes, durante los cuales sólo cabe mencionar la creación en 1964 del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, con la finalidad de coordinar las políticas monetarias mediante la celebración de consultas “que deberán tener lugar, en la medida de lo posible, antes de que las decisiones sean tomadas por los bancos centrales”.<sup>1</sup> Estrictamente, esa ambiciosa propuesta no llegaría a realizarse.

En 1968 se inicia un segundo período en la evolución monetaria de la CE que se prolongaría hasta 1974. En ese lapso, lo monetario ocupa un lugar preferente y la Comunidad pone en marcha un primer intento integracionista. La evolución del sis-

1. F. Papadia y F. Saccomani, “From the Werner Plan to the Maastricht Treaty: Europe’s Stubborn Quest for Monetary Union”, en A. Steinherr (ed.), *European Monetary Integration: from the Werner Plan to EMU*, Longman, 1994. La cita corresponde a la decisión del Consejo de Ministros del 8 de mayo de 1964.

\* Catedrático de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Alcalá <felix.varela@uah.es>. El autor agradece los comentarios y las críticas de Joaquín Zamorano, Montserrat Hinarejos y Josefina Guinot.

tema monetario internacional es de nuevo elemento determinante. Tras la devaluación de la libra esterlina en noviembre de 1967 la inestabilidad del sistema se centra en el dólar, que es objeto de fuerte especulación. Con un sistema monetario internacional en crisis y un dólar en plena debilidad, la CE se preocupa de los efectos que la inestabilidad monetaria puede tener en las relaciones entre los países miembro que, para entonces, ya han concluido el establecimiento de una unión aduanera y liberalizado el tráfico interno de la mayor parte de los productos. Esa inestabilidad se agrava, además, como consecuencia de disparidades crecientes entre Francia y Alemania, especialmente después de los sucesos franceses de mayo de 1968. Este conjunto de circunstancias determinó que se solicitara la elaboración de un plan para constituir una unión monetaria, encomendándose su formulación a un comité presidido por Werner, primer ministro de Luxemburgo. La propuesta aprobada por la CE pretendía conseguir una unión monetaria en 1980, estableciendo tipos de cambio fijos e inmutables entre las monedas europeas. Ello tendría lugar en dos etapas de las que sólo se pudo acordar el contenido de la primera: la flotación conjunta de las monedas de los países participantes, respaldada por un mecanismo de créditos, sobre todo de corto plazo.

Aunque en el proyecto de integración monetaria participaron todos los países miembro, incluidos los tres que se incorporaron con la primera ampliación de la CE, su supervivencia fue limitada. A mediados de los setenta sólo subsistía la flotación conjunta entre Alemania, Bélgica, los Países Bajos y Luxemburgo. Fue algo importante, sin embargo, porque constituyó el germen de lo que se podría denominar una zona del marco, es decir, de un grupo de países que para estabilizar sus tipos de cambio en términos del marco alemán, establecen políticas monetarias congruentes con tal objetivo.

En la mitad de los setenta se registró un estancamiento en el tema monetario, común al sistema monetario internacional y al europeo. Tanto la inflación como los desequilibrios creados por la llamada crisis del petróleo se manifestaron con intensidad, aunque se distribuyeron de manera desigual. Los países prefirieron conservar un amplio margen de maniobra para aplicar sus propias políticas y la libre flotación de las monedas fue la consecuencia lógica. Entre los países europeos también fue la norma general, salvo el grupo reducido cuyas monedas fluctuaban de manera conjunta siguiendo las pautas del marco.

Al final de la década de los setenta, la volatilidad de los tipos de cambio en el sistema monetario internacional y la debilidad del dólar condujeron a la búsqueda de un mecanismo que permitiera una mayor estabilidad de los tipos de cambio entre las monedas europeas, lo cual dio origen al Sistema Monetario Europeo (SME). La voluntad política de crear una zona de estabilidad monetaria en Europa frente a la volatilidad de otras monedas, en particular del dólar, surgió de una reunión franco-alemana de máximo nivel y fue refrendada por el resto de los países de la CE. No era tan claro, en cambio, cómo alcanzar dicho objetivo. Fue necesario recurrir, de nuevo, a determinar sólo el contenido del período inicial, sin aclarar lo que se haría después, al no existir acuerdo. El tiempo demostraría, una vez más, el carácter ficticio de este tipo de planteamiento.

En la primera etapa los elementos básicos eran los mismos del primer intento integrador: flotación conjunta de las monedas comunitarias y diversos mecanismos crediticios entre países miembro para respaldarla. Pero también se presentaron diferencias en sus reglas y funcionamiento. Por una parte, se tenía la opción de mantener márgenes más amplios de fluctuación de los tipos de cambio, si algún país lo consideraba conveniente; así, Italia y los países que entraron en el mecanismo de tipos de cambio en los últimos años (España, Portugal y el Reino Unido) mantuvieron márgenes de 6% en vez de 2.25% que era la regla general.

La otra diferencia importante fue su funcionamiento como un sistema de tipos de cambio fijos con ajustes. En el sistema de flotación conjunta de principios de los años setenta, la imposibilidad de mantener los márgenes de flotación establecidos llevó a que distintos países fueran abandonando tal sistema y dejaran flotar sus monedas. En el SME el mecanismo de ajuste generalmente ha funcionado de otra manera: cuando un país no podía mantenerse dentro de los márgenes establecidos, variaba su tipo de cambio central devaluando o revaluando, pero mantenía el margen de fluctuación establecido. No se salía del sistema sino que se mantenía dentro de él. Sólo en septiembre de 1992, cuando el Reino Unido e Italia abandonaron el sistema, se interrumpiría esa tendencia. El SME funcionó, por tanto, como el creado en Bretton Woods: con tipos de cambio fijos, pero ajustables.

Los primeros años del SME no pudieron ser más desalentadores. Durante ese tiempo se puso a prueba su flexibilidad como sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables, frente a la rigidez del proyecto de integración monetaria de los años setenta. Sin embargo, la flexibilidad fue tan amplia que mostró los lejos que se estaba de conseguir un área de estabilidad monetaria en Europa, objetivo de su constitución. Por eso fue bien recibida la evolución hacia una mayor estabilidad que se produjo en los años siguientes.

De los 12 ajustes de paridades que registró el sistema hasta 1992, siete tuvieron lugar durante los primeros cuatro años de su establecimiento y cada uno de ellos afectó a diversas monedas. Los ajustes se hicieron menos frecuentes en los años centrales de la década de los ochenta y en 1987 se produjo el último, que afectó a varias monedas, antes de la crisis de 1992. La mayor estabilidad de los mercados de cambio europeos lograda en ese período, especialmente desde 1987, iba a hacer posible elaborar y acordar el proyecto de la Unión Monetaria Europea (UME). Sin embargo, esta estabilidad iba a ser también el preludio de un período de clara inestabilidad en 1992-1993 que llevaría a un cambio fundamental de las reglas del juego del SME.

## LA CREACIÓN DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

A fines de la década se dieron las condiciones para que los países miembro decidieran avanzar en el proceso de integración monetaria. A ello pudo contribuir el desencanto con el sistema global de flotación tras las fuertes fluctuaciones de los tipos de cambio en dichos años, pero la motivación fun-

damental fue de origen comunitario. La Comunidad, que acababa de completar la integración de los países del sur de Europa, se comprometió, mediante el Acta Única Europea (AUE), a la consecución de un mercado único de bienes, servicios y capitales, señalándose 1993 como fecha indicativa para conseguir tal propósito. Para ello se establecieron diversas directivas comunitarias, la mayor parte de las cuales entró en vigor a principios de los años noventa, que implicaban la liberalización plena de los movimientos de capital y de la prestación de servicios financieros, tanto bancarios como de seguros y bursátiles. Una liberalización tan amplia y general parecía tener su complemento lógico en la conformación de una unión monetaria.

Para formular el programa de acción correspondiente se creó un Comité de Estudio de la Unión Económica y Monetaria Europea. Éste es un proceder normal en la vida comunitaria, pero lo que resultó excepcional es que fuera el propio presidente de la Comisión quien asumiera la presidencia —de aquí que se haya denominado Comité Delors— confiriéndole, así, un carácter de órgano de la CE. También lo fue que formaran parte de él todos los gobernadores de los bancos centrales de los países miembros, con lo que éstos se vincularon directamente a una propuesta que implicaría, de llevarse a cabo, limitaciones importantes a su actuación futura. La propuesta establecía la realización de una unión monetaria en tres etapas, de las que sólo la última ha resultado decisiva. Al principio de ella, las paridades se fijarían de forma irrevocable y habría una transferencia total de las decisiones de política monetaria al Banco Central Europeo (BCE), que también administraría las reservas de divisas. Por otra parte, el Consejo impondría límites presupuestarios obligatorios a los países.

La propuesta del Comité Delors fue objeto de una compleja negociación cuyos resultados se incorporaron al Tratado de Maastricht. Por una parte estaba la posición de los que querían una unión reducida a un denominado “núcleo duro”: países que habían mantenido en los años anteriores su tipo de cambio ligado al marco o muy estable respecto de dicha moneda, incluyendo el franco francés. Ésta es la posición atribuida al Bundesbank. Por otra, la postura mantenida por países que hubieran quedado apartados según tal propuesta fue que se debía crear condiciones objetivas que permitiesen designar a los países que formarían la Unión. Esto fue lo acordado y los criterios de selección fueron las denominadas condiciones de convergencia: a) tipos de cambio: durante dos años la moneda ha de permanecer sin tensiones graves —y, por supuesto, sin haber devaluado— en los márgenes normales de fluctuación del mecanismo de cambios del SME; b) estabilidad de precios: la tasa de inflación, en un año, no debe exceder en más de 1.5 puntos la media de los tres países miembros con menores tasas de inflación; c) tipos de interés: los de largo plazo —a 10 años— no excederán durante un año en más de dos puntos el promedio de los tipos de interés de los tres países con menor tasa de inflación, y d) finanzas públicas: el déficit público debe ser inferior a 3% del PIB y la deuda pública no excederá de 60% del PIB.

La lógica económica de estos principios ha sido ampliamente criticada desde ámbitos académicos. Los criterios responden a

la idea de que la unión monetaria sólo puede ser consecuencia de un proceso de convergencia económica. Es lo que algunos autores han llamado la “teoría de la coronación”: la moneda única sería el resultado —y no el punto de partida— del proceso de convergencia necesario para mantener un tipo de cambio inamovible con las demás monedas, sin originar tensiones graves. Éste es un enfoque muy distinto del que predominó en los anteriores esfuerzos de integración monetaria en la Comunidad, que partieron del establecimiento de una estabilidad monetaria, en primer término, en la confianza de que ello originaría la convergencia precisa para dar pasos posteriores que después no fue posible realizar.<sup>2</sup> Como consecuencia, el Tratado de Maastricht se decantó plenamente por el establecimiento de condiciones previas, de conformidad con las exigencias alemanas de ser rigurosos en la selección de los participantes. Se establecen objetivos de referencia para juzgar la capacidad de integración en el grupo de cada uno de los países.

El principio del largo camino de la convergencia abierto por el Tratado de Maastricht no pudo ser más accidentado. El período entre los veranos de 1992 y 1993 marcó un hito en la evolución cambiaria del SME. Los ataques especulativos sucesivos contra varias monedas europeas determinaron, primero, el abandono de la libra y la lira del mecanismo de flotación conjunta y después las devaluaciones de otras monedas, como la peseta, el escudo y la libra irlandesa. En el verano de 1993, ante violentos ataques especulativos centrados principalmente en el franco francés, fue preciso modificar las reglas de flotación conjunta del SME para permitir márgenes de 15%, lo que de hecho transformaba dicho sistema. La crisis se originó en la primera mitad de 1992 debido a los intereses divergentes de Alemania y otros países europeos. El fuerte incremento del gasto público, originado por la reunificación alemana, prolongó en dicho país el ciclo alcista de 1986-1991, mientras en otros se iniciaba la crisis coyuntural y en el Reino Unido ya era patente. Cuando Alemania elevó significativamente sus tipos de interés para moderar las tensiones inflacionarias, los demás países decidieron seguir su pauta y no modificar su paridad con el marco, a pesar de las incipientes tendencias recesivas. Bastó que los agentes económicos detectasen la contradicción en dichos países entre la política monetaria deseable y las limitaciones impuestas por la flotación conjunta, para que se produjeran ataques especulativos contra sus monedas.

Las crisis monetarias de 1992-1993 fueron el principal obstáculo, pero no el único, en el camino hacia la UME. La debilidad coyuntural que comenzó en 1992 se profundizó en 1994, lo que se revirtió en un escaso progreso de la convergencia e hizo pensar en que incluso Alemania podía tener dificultades para

2. Como señaló el entonces presidente del Bundesbank, ambos enfoques plantean el mismo objetivo, pero mientras uno “considera la Unión Monetaria sólo como la culminación de un largo proceso de convergencia económica y política”, el otro “ve la integración como un medio para conseguir una realización temprana de la unidad europea”. H. Tietmayer, “On the Architecture of EMU”, en A. Steinherr (ed.), *op. cit.*

cumplir la condición presupuestaria. Sin embargo, la mejora posterior y el esfuerzo realizado por algunos países, especialmente los del sur de Europa, hicieron posible que 11 países de los 15 que formaban parte de lo que entonces ya se denominaba Unión Europea (UE) pasaran a constituir la nueva UME. De los que quedaron fuera, sólo Grecia incumplía claramente las condiciones de convergencia; los otros tres se apartaron voluntariamente del proceso de selección.

### LA POLÍTICA MONETARIA DE LA UME

Según lo previsto, el 1 de enero de 1999 comenzó a funcionar la UME. Desde entonces los 11 países participantes, cuyos bancos centrales nacionales (BCN) formaron con el BCE el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), tienen una moneda única cotizada en los mercados de cambio: el euro. También poseen una política monetaria única que se decide conjuntamente en el BCE y que instrumentan de modo descentralizado los BCN, en operaciones que se realizan, todas ellas, en euros. En los países la circulación monetaria interna sigue teniendo lugar en las monedas nacionales respectivas, cada una de las cuales constituye una fracción fija del euro. Esta situación perdurará hasta el principio del año 2002 en que, fabricados las monedas y los billetes necesarios, el euro circulará en todos los países. Pero desde el principio de 1999 el euro es una "moneda en sentido propio", de acuerdo con el artículo 109-3 del Tratado.

Cuando se analizan los preparativos para el establecimiento de la UME, no cabe sino admirarse del enorme esfuerzo y del costo incurrido. Probablemente no ha habido nunca ninguna otra actuación integradora que haya requerido tantas horas de trabajo conjunto ni tan minuciosa preparación de aspectos específicos de su realización. Dicho trabajo en lo fundamental lo realizaron los bancos centrales de los países miembro, pero también participaron otros órganos de la administración y diferentes agentes económicos, especialmente del sector financiero. Un esfuerzo de tal naturaleza exigía una firme convicción sobre su necesidad. Como se ha señalado,<sup>3</sup> el fracaso del proyecto de integración de los años setenta no sólo se puede atribuir a las difíciles circunstancias en la economía mundial —sin duda reales—, sino también a la falta de voluntad política de la que, sin embargo, no se ha carecido en los noventa. Sin ella no se hubiesen podido salvar las consecuencias de la crisis de las monedas europeas en 1992-1993.

En la preparación que se llevó a cabo se tuvieron en cuenta las cuestiones más diversas que afectarían la integración monetaria, pero ninguna probablemente recibió una atención tan cuidadosa como la política monetaria, en todos sus aspectos y procedimientos. Conviene recordar que ya en 1997 el Instituto Monetario Europeo había publicado un amplio informe titulado *La política monetaria en la tercera etapa* en el que se analizaban los principales aspectos a los que se ajusta en la actualidad el BCE, quedando sólo por determinar aquellos que se consideró que debían ser

decididos únicamente por los países que finalmente se integraran a la Unión Monetaria Europea.<sup>4</sup> Determinados éstos, en mayo de 1998 se constituyeron el SEBC y el BCE. El Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo del BCE son las piezas clave en la formulación de la política monetaria común. Son miembros del primero todos los gobernadores de los BCN, el presidente y el vicepresidente y los otros cuatro miembros del Comité Ejecutivo del BCE. Tal como viene funcionando el sistema, con reuniones quincenales del Consejo de Gobierno, las decisiones más importantes las toma éste, mientras que las cotidianas corresponden al Comité Ejecutivo.

El objetivo principal de la política del BCE es la estabilidad de precios que el Consejo ha concretado en la consecución de una inflación a medio plazo inferior a 2% para el conjunto de los países, reflejado en el índice armonizado de precios de consumo que elabora la CE.

La formulación de la política monetaria ha seguido en buena medida las pautas alemanas. Se han establecido dos tipos extremos entre los cuales se tienen que situar los tipos de interés del mercado: una facilidad de crédito, que indica el tipo de interés al que el SEBC está dispuesto a prestar a las instituciones financieras con la garantía de un colateral, y una facilidad de depósito, a la que el BCE toma el exceso de liquidez que puedan tener aquéllas. Ambos son tipos a un día y su separación ha sido de tres puntos porcentuales, salvo en los primeros días en que se quiso tener el mercado más sujeto, como precaución. Al empezar el año 2000 eran de 4.5 y 2 por ciento, respectivamente. Dentro de esos márgenes, el tipo de interés lo determina el mercado, con la participación muy destacada del SEBC, principalmente mediante operaciones regulares de mercado abierto, realizando dos subastas mediante las cuales proporciona liquidez: una semanal y otra mensual con vencimientos, respectivamente, a las dos semanas y a los tres meses.

El sistema utilizado para la asignación de ambas está influido, como todo el sistema, por la política previa del Bundesbank. La subasta semanal tiene una función indicativa del nivel de tipo de interés que las autoridades consideran deseable. Para ello inyectan la cuantía de fondos que estiman adecuada a dicho tipo. Por lo general ello lleva a tener que distribuir tal cuantía, asignándose sólo una pequeña fracción de lo solicitado (7 y 8 por ciento como media y a veces poco más de la mitad). El tipo de referencia estuvo en 3% al principio de año, bajó a 2.5% a principios de abril, para volver a subir a 3% en noviembre. Los tipos de interés aplicados a las facilidades permanentes también variaron en dichas fechas. La subasta mensual mediante la cual se inyectan montos más limitados se realiza actualmente por un sistema de subasta americana, recibiendo los ganadores el monto licitado a los tipos por ellos ofrecidos. Todas las operaciones están respaldadas por colateral, evitándose así que el SEBC incurra en riesgos crediticios.

4. Esta posición respondía al criterio del Bundesbank, indudablemente lógico: evitar que en la adopción de decisiones conflictivas pudieran influir países que no iban a participar en la UME, sea por falta de interés o por no reunir las condiciones necesarias.

3. Stephen F. Overtuf, *Money and European Union*, St. Martin's Press, Nueva York, 1997.

El sistema de subasta semanal no competitiva ha sido objeto de numerosas críticas. Tiene su origen en la práctica seguida por el Bundesbank desde 1996 y alternada, antes, con subastas de tipo variable.<sup>5</sup> Es un sistema no competitivo en cuyo favor sus defensores aducen que sirve para dar al mercado la tónica sobre el nivel deseable de tipos de interés. Sin embargo, su continuidad llegó a ser reconsiderada en Alemania en la segunda mitad de 1997, ante una situación de incipiente calentamiento de la economía y tendencia a la depreciación del tipo de cambio. Finalmente, se mantuvieron las licitaciones de tipo fijo, elevando el tipo de interés. El sistema ha resultado todavía menos adecuado en el entorno europeo, pues las asignaciones representan una fracción muy pequeña de lo solicitado. Así, los bancos de países que disponen de gran cantidad de instrumentos utilizables como colateral obtienen mayores asignaciones en las subastas, mientras que los bancos de países en situación contraria deben obtener parte de la liquidez posteriormente en el mercado, en algunos casos en proporciones muy elevadas. Quienes defienden el sistema argumentan que el diferencial no es elevado (uno o dos puntos básicos), pero ello no justifica el hecho, menos aún considerando que tal diferencial se puede elevar mucho ante tensiones de liquidez y expectativas de subidas de los tipos de interés.<sup>6</sup> Es un sistema rígido, que hace depender la liquidez de la disponibilidad de colateral y no de lo que necesitan las entidades ni de las condiciones del mercado.

El Consejo de Gobierno también ha fijado un coeficiente de caja de 2%, retribuido, que no será objeto de modificación salvo en situaciones excepcionales. También se ha establecido la posibilidad de utilizar otros tipos de operaciones de ajuste (*fine-tuning*) y estructurales, que no parece que vayan a constituir mecanismos habituales de intervención. Las operaciones de ajuste podrían ser tanto de inyección como de drenaje de fondos; se realizarían no sólo mediante operaciones con colateral, sino también mediante compras o ventas de valores al vencimiento. Este último sistema también se podría seguir en las operaciones estructurales, que pueden tener lugar cuando se pretenda un cambio más permanente en el nivel de liquidez, al estimar que hay un desajuste de carácter prolongado.

Para conseguir el objetivo pretendido de la estabilidad monetaria, el Consejo de Gobierno ha seguido la opción de combinar una doble estrategia que tiene en cuenta la evolución de un agregado monetario ( $M_3$ ) y el seguimiento de una serie de indicadores económicos como sistema para evaluar la evolución futura de los precios. Son lo que se ha denominado los dos pilares de la política monetaria. El primero es el tradicionalmente seguido por el Bundesbank, que establecía un campo de variación dentro del cual se tenía que mover el  $M_3$ . El BCE sólo ha es-

tablecido un valor de referencia de 4.5%, meramente indicativo del crecimiento deseable, sin establecer límites precisos. En el primer año de actuación, el crecimiento del  $M_3$  ha sido superior a 5%, lo cual no ha impedido que se produjera una baja de 0.5% de las tasas de interés en abril. Las autoridades del BCE han mencionado que la desviación respecto a la cifra indicativa se utiliza como un mecanismo de alerta sobre la existencia de un potencial riesgo inflacionario, pero tiene que interpretarse según los datos disponibles sobre la evolución futura de los precios, es decir, el segundo pilar.

Las discusiones preparatorias para la creación del BCE que tuvieron lugar en el Instituto Monetario Europeo revelaron las posturas contrapuestas entre quienes preferían un objetivo monetario y los que se inclinaban por un objetivo directo de inflación. Al principio se atribuían ventajas derivadas no sólo de la continuidad de la estrategia aplicada por Alemania, sino también del empleo de una variable fácil de interpretar y controlada por el SEBC; por el contrario, sus oponentes señalaban la incertidumbre sobre la estabilidad de la demanda de dinero en la zona del euro. Además, puede argumentarse que no está claro en qué medida el propio Bundesbank ha considerado que  $M_3$  sea un buen indicador de la inflación. Esto podría inferirse del hecho de que de 1975 a 1995 no fue posible alcanzar el objetivo monetario en 50% de los casos y que la mayor parte de tales incumplimientos fueran voluntarios. Como señalan Corsetti y Pesenti, lo que la continuidad con el Bundesbank permitiría suponer es la separación frecuente del valor objetivo, sin que se produzca una actuación para corregir tal desviación. Algo que parece conciliarse bien con lo sucedido durante el primer año.<sup>7</sup>

A la vista de la experiencia anterior, parece sorprendente que el BCE haya puesto tal empeño en mantener el objetivo monetario como elemento de referencia, aunque no se sabe con qué importancia real, al no haberse clarificado tampoco cómo se evalúa la tendencia previsible de los precios; es decir, el segundo pilar. Se sabe que tiene en cuenta un conjunto de datos procedentes de organismos internacionales, autoridades de otros países y agentes económicos que participan en los mercados. Todas esas informaciones, junto con sus propios datos, le permiten hacer su propia evaluación sobre la inflación futura. Pero no publica datos sobre su estimación ni se sabe cuáles son las variables que se incluyen en las proyecciones macroeconómicas.

Hasta ahora el Consejo de Gobierno sólo ha adoptado dos decisiones importantes por su influencia en los tipos de mercado. La primera fue la baja de los tipos de interés de 0.5% en abril; la segunda, la reposición del nivel previo a principios de noviembre. Ambas han resultado decisiones polémicas. La poca claridad del BCE al justificar sus decisiones hace que su interpretación requiera cierta capacidad adivinatoria.

La decisión de abril se produjo en un momento con situación coyuntural dispar: las economías de España, Finlandia, Irlanda y Portugal en fuerte expansión y con peligro de calentamiento y las de Alemania e Italia, con perspectivas poco favorables. Predominó la posición de estos países, pese a que resulta bas-

5. Giancarlo Corsetti y Paolo Pesenti, "Stability, Asymmetry and Discontinuity: The Outset of European Monetary Union", mimeo., revisado en septiembre de 1999, pp. 1-73.

6. España e Irlanda han sido los principales perjudicados y los bancos de Francia, Bélgica y Países Bajos los más beneficiados. Este problema no tuvo la misma gravedad en Alemania, donde las cuantías solicitadas sólo eran tres o cuatro veces la asignada.

7. Giancarlo Corsetti y Paolo Pesenti, *op. cit.*

tante dudosa la necesidad de dicha medida. Por una parte el  $M_3$  crecía más de medio punto por encima de su nivel de referencia y, por otra, parece improbable que hubiesen ejercido toda su influencia los efectos a largo plazo derivados del descenso de los tipos de interés concertado por todos los países participantes en diciembre de 1998, sin contar con los efectos adicionales que originó la confluencia hacia un nivel común de tasas de interés, en todos aquellos países, como España, que antes los tenían relativamente elevados. En realidad, el factor decisivo en ambas reducciones de los tipos de interés hay que buscarlo en la situación internacional, en momentos muy delicados para Brasil y para América Latina en general, algo que el BCE no ha reconocido ni puede hacerlo, ya que podría suscitar dudas respecto a su independencia de los avatares políticos.

Si se dejan al margen las presiones políticas, la única interpretación alternativa de aquella decisión es que el BCE no da una prioridad absoluta al objetivo de estabilidad monetaria, cuando éste puede ser divergente de otros objetivos económicos apropiados. En otras palabras, no renuncia a realizar una política anticíclica, siempre que considere que no es estrictamente incompatible con la estabilidad. Al menos parece dispuesto a hacerlo así cuando esta situación afecta a los países con mayor peso en el área. Sin embargo, lo contrario podría deducirse del alza de medio punto del tipo de interés acordada en noviembre. La economía crecía a mejor ritmo, pero aún había capacidad de producción no utilizada y no aparecían síntomas de un incremento de la inflación. Cabe pensar que tal movimiento representó una corrección de la baja de abril, no estrictamente necesaria. El BCE la presentó, lógicamente, como una adaptación a la nueva situación económica. La falta de transparencia en el modelo aplicado no permite otorgar mayor o menor verosimilitud a cualquiera de ambas alternativas.

Para hacer posible una política monetaria única, regulada por el BCE y aplicada en todos los países, la UME ha tenido que desarrollar su propio mecanismo de transferencia y liquidación. Para ello, en los últimos años todos los países tuvieron que establecer un sistema de liquidación bruta en tiempo real (RTGS) en sus economías. Estos sistemas están integrados en el Target, siglas correspondientes, en inglés, al "sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real", que opera por medio del BCE. Por este conducto, los grandes pagos entre instituciones monetarias de dos países pueden realizarse a través de los bancos centrales de ambos. Dichos pagos tienen lugar en "tiempo real", es decir, a medida que se producen durante la jornada, sin necesidad de un período de liquidación. Los bancos participantes pueden no tener la liquidez necesaria en el momento de su realización, porque disponen de un mecanismo de créditos intradía,<sup>8</sup> faci-

8. Por "financiación intradía" se entiende el préstamo neto que realiza un banco central a una entidad de crédito durante una sesión, siempre que se le devuelva antes del cierre de operaciones. En el caso concreto del Target, esto se llevará a cabo mediante el giro en descubierto en la cuenta de tesorería y de "repos" de valores, que deberán cancelarse antes de las seis de la tarde.



*El BCE no da una  
prioridad absoluta al  
objetivo de  
estabilidad  
monetaria, cuando  
éste puede ser  
divergente de otros  
objetivos económicos  
apropiados*

litados por el BCN de su país. El Target no ha sustituido a los sistemas de transferencia anteriores, sino que se ha sumado a ellos. Son los operadores los que deciden entre sistemas competitivos.

Pese a ciertos temores, como que su costo resultara demasiado elevado, el Target ha funcionado conforme a lo previsto, canalizando aproximadamente dos terceras partes del volumen total de operaciones.<sup>9</sup> Por lo general es el sistema que se emplea para las grandes operaciones, en las que resulta competitivo, mientras que gran número de operaciones de menor cuantía sigue realizándose mediante los sistemas tradicionales.

Cabe mencionar que la política monetaria puede realizarse en condiciones razonables de estabilidad debido a que los países acordaron un Pacto de Estabilidad y Crecimiento (Pacto) que permite evitar las perturbadoras consecuencias que una política fiscal demasiado expansiva podría tener en el control monetario y los tipos de interés. El Pacto exige sostener, salvo períodos de grave crisis, el límite máximo de 3% del PIB para el déficit presupuestario de todas las administraciones públicas, coeficien-

9. El costo no sólo consiste en el atribuido directamente a la operación, sino también a la necesidad de que los bancos ordenantes mantengan en el banco central de su país, al cual van a ordenar el pago, una cuantía suficiente de activos que puedan servir de garantía.

te establecido en las condiciones de convergencia. Para que ello sea posible en período de crisis y los gobiernos tengan margen posible de actuación, estos últimos deben mantener en períodos de bonanza un superávit o un déficit muy reducido. Finalmente, tras un intenso debate se aprobó el límite de 2%, aunque tal nivel sólo permite un estrecho campo a la política anticíclica. Por supuesto que tal déficit se tiene que financiar de forma ortodoxa, por medio del mercado y sin financiamiento privilegiado, sin que puedan emplearse recursos de los BCN ni del BCE. Esta disminución de los déficit públicos tendrá considerable influencia en los mercados en los próximos años. En muchos países europeos, la elevada cuantía del déficit público desde los años ochenta originó una relativa expulsión del mercado de emisiones de bonos de entidades privadas (*crowding out*) y presionó las tasas de interés hacia arriba. En el futuro debe haber mayor disponibilidad privada de financiamiento a largo plazo.

### LA POLÍTICA CAMBIARIA

El Tratado de Maastricht estableció con claridad la atribución de la política monetaria al BCE, lo que no ocurrió en materia cambiaria. Esta última corresponde al Consejo de Ministros que, según el artículo 109-1, podrá acordar, por unanimidad, el establecimiento de acuerdos que fijen sistemas de tipos de cambio del euro en relación con el de otros países; estos acuerdos podrán adoptarse a propuesta del BCE o de la Comisión, previa consulta al BCE. Así, hay un conjunto de circunstancias que hace muy difícil un acuerdo, hoy difícil de imaginar. Hay que decir, sin embargo, que a principios de 1999 un ministro francés sugirió la adopción de un sistema de zonas objetivo para el euro, que fue apoyada por el entonces ministro alemán Lafontaine.

Mientras siga existiendo flotación —otra alternativa parece hoy imprevisible— la política cambiaria será una consecuencia de la política monetaria impuesta por el BCE. En estas condiciones, lo único que puede hacer el Consejo de Ministros es “formular orientaciones generales para la política de tipos de cambio” que se adoptarán por mayoría cualificada con base en una recomendación de la Comisión y sin perjuicio del objetivo fundamental de la estabilidad monetaria atribuido al SEBC (artículo 109-2). Este artículo prevé, por tanto, la posibilidad de una confrontación entre los tipos de cambio que resultan de la aplicación de la política monetaria y la cambiaria deseables. Sin embargo, en diciembre de 1997 el Consejo Europeo decidió limitar esas orientaciones a casos excepcionales, respetando la independencia del SEBC. En todo caso, ello abre la posibilidad de conflictos potenciales, aunque el artículo 109-2 deja bien claro que las orientaciones generales “se entenderán sin perjuicio del objetivo fundamental del SEBC de mantener la estabilidad de precios”.

El primer año de existencia de la UME mostró algunos amagos de discrepancias, aunque propiamente no sean tales, que sólo pueden producirse por decisiones del Consejo. Ya antes del establecimiento de la UME, a fines de 1998, diversas declaraciones de políticos franceses llamaban la atención sobre la necesi-

dad de evitar una fuerte apreciación del euro respecto del dólar, que muchos esperaban se produjese a partir de 1999. Esta apreciación, que se hubiese sumado a la que se produjo en la segunda mitad de 1998, se consideraba inconveniente para unas economías, como Francia, Alemania e Italia, que todavía no habían alcanzado coyunturalmente el nivel deseable y para las cuales parecía vital mantener firme la demanda externa.

Los temores expresados anteriormente no correspondieron a la realidad. Por el contrario, después de la creación del euro, el valor de éste respecto al dólar cayó desde un nivel aproximado de 1.18 como punto de partida a cerca de la relación 1/1. Aunque esa evolución del tipo de cambio favoreció a la economía europea desde un punto de vista coyuntural, al reforzar la demanda de bienes comerciables, siempre que se ha producido una aproximación a la relación paritaria con el dólar han surgido críticas que identifican la debilidad del euro con la posible debilidad del sistema establecido y la falta de credibilidad del BCE. Ello carece de sentido y muestra que, en ocasiones, hay una inercia en las formas de pensar, de manera que éstas pueden no corresponder a las nuevas realidades. El nivel del tipo de cambio era muy relevante para cualquiera de los países europeos, en especial para los más pequeños y abiertos. Incluso Alemania lo tenía en cuenta al elaborar su política, en parte por su influencia directa en el país y también por las distorsiones que la cotización dólar/marco originaban en la relación cambiaria entre el marco y otras monedas europeas.<sup>10</sup> Sin embargo, la del euro es un zona monetaria relativamente cerrada (su apertura en términos de PIB no es muy superior a la de Estados Unidos) y lo lógico es que siga una política del *benign neglect*, similar a la adoptada normalmente en ese país.<sup>11</sup>

Las declaraciones de los directivos del BCE parecen orientarse en ese sentido. El vicepresidente ha señalado que “el tipo de cambio es una importante variable para el SEBC, al ser uno de los determinantes de las perspectivas de estabilidad de precios”.<sup>12</sup> Se considera al elaborar la política monetaria, pero no como un objetivo en sí mismo, sino solamente en cuanto pueda influir en la estabilidad.

Ésta parece una actitud lógica, pero no ha sido la más habitual entre los comentaristas económicos; incluso los dirigentes del BCE parecen haber dado muestras de nerviosismo cuando la cotización euro/dólar se ha acercado o ha caído por debajo de la unidad. Como se ha señalado, la preocupación por la caída del euro ha estado más influida por el simbolismo de ella, como algo negativo, que por sus consecuencias económicas.<sup>13</sup>

10. Estas asimetrías fueron analizadas por F. Giavazzi y A. Giovannini, *Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1989.

11. F. Varela, M. Hinarejos y J.E. Varela, “El euro como futura moneda internacional”, *Información Comercial Española*, núm. 767, diciembre de 1997, pp. 199-222.

12. Christian Noyer, “The Short Past and Long Future of the Euro”, discurso en la London School of Economics and Political Science, Londres, diciembre de 1999.

13. “The Euro-Zone: The Confused Middle”, *The Economist*, 11 de diciembre de 1999.

En todo caso, al interpretar la caída del euro respecto del dólar durante su primer año de existencia, el elemento clave es el diferencial de los tipos de interés, consecuencia de la política del BCE. El tipo de interés del euro a tres meses ha estado la mayor parte del año entre dos y tres puntos porcentuales por debajo del de Estados Unidos; el diferencial en la deuda pública a 10 años se ha mantenido en torno a un punto, llegando a casi punto y medio en algunos períodos. No debe extrañar, por tanto, que el endeudamiento de entidades extranjeras en euros haya sido elevado, ni que los residentes en la zona euro hayan tomado préstamos en esta moneda para invertir en títulos de otros mercados, especialmente en la Bolsa de Estados Unidos con marcada trayectoria ascendente. Resulta, pues, explicable que el euro haya estado sometido a presión durante el período.

### LAS ENSEÑANZAS DEL EURO

Una de las características de los últimos años del siglo XX ha sido la aparición de crisis monetarias en las que los movimientos de capital desempeñan un papel importante y se producen fenómenos de contagio que las transmiten de unos países a otros. De esa índole fue la crisis de las monedas europeas en 1992-1993, la mexicana y su “efecto tequila” en 1994-1995, la asiática a partir de 1997 y la rusa de 1998. Ello ha dado lugar no sólo a un creciente interés por el estudio de las crisis monetarias y financieras, sino también a una reconsideración de los regímenes cambiarios más deseables. Las crisis recientes parecen haber suscitado dudas sobre la capacidad de los gobiernos para mantener tipos de cambio fijos, a menos que éstos estén amparados por fuertes exigencias legales que los pongan a salvo de incidencias políticas. No hace falta que los gobiernos sigan políticas macroeconómicas insostenibles para que se produzcan ataques especulativos; basta con que los especuladores piensen que el mantenimiento del tipo de cambio es incompatible con la consecución de otros objetivos que se estiman prioritarios. Entonces, se produce el ataque y la modificación de tipo de cambio.

Muchos economistas consideran que la evolución económica de los últimos años ha dejado gravemente dañado el empleo del tipo de cambio como ancla nominal para conseguir la estabilidad monetaria. Algunos han llegado a considerar que para muchos países emergentes sólo hay dos modalidades cambiarias contrapuestas que podrían ser compatibles con la nueva realidad: los tipos de cambio flexibles o aquellos de naturaleza fija cuya estabilidad esté amparada por normas legales.<sup>14</sup> Hay, incluso, quienes consideran que la primera de las fórmulas no es válida para muchos países en desarrollo, como los latinoame-

14. Esta posición ha sido apuntada recientemente por Lawrence Summers, “Testimonio ante el Subcomité de Relaciones Internacionales del Senado sobre Política Económica Internacional y Promoción del Comercio de Exportación”, 27 de enero de 1999. La idea encuentra su origen en Barry Eichengreen, *International Monetary Arrangements for the 21st. Century*, Brookings Institution, Washington, 1994.

ricanos. Con una elevada indización de la economía y un grado creciente de dolarización de hecho,<sup>15</sup> la flotación no constituye una opción aceptable, por su carácter procíclico y porque origina tipos de interés más altos, un menor desarrollo del sistema financiero y hace muy sensibles los tipos de interés internos a modificaciones de los mercados internacionales. Por ello las preferencias latinoamericanas muestran una escasa propensión a los movimientos de los tipos de cambio, incluso en períodos con grandes perturbaciones monetarias como 1998.<sup>16</sup> En estas circunstancias se entiende la creciente importancia que ha adquirido recientemente el tema de la dolarización en América Latina; también que la experiencia de la integración europea pueda ofrecer algunas ideas que hay que tener en cuenta en el campo monetario.

Con la creación de la UME, los países participantes han estado dispuestos a renunciar a su moneda —algo generalmente muy enraizado como símbolo de identidad nacional— y adoptar su propia política monetaria. A cambio, participan en la elaboración de la política monetaria común, pero con escasas repercusiones reales para la mayor parte de ellos, puesto que su peso es muy limitado en las decisiones. Así, en situaciones coyunturales asimétricas, cuando uno o más países sufren perturbaciones específicas, la política monetaria seguida no será la más deseable desde el punto de vista de dicho grupo minoritario. Se ha hecho referencia a la reducción de los tipos de interés en abril de 1999, indeseable para varios países europeos periféricos. Situaciones de esta índole pueden repetirse en condiciones que impliquen consecuencias más graves para uno o varios de las naciones participantes.

Los países miembro de la UME también han tenido que renunciar a aspectos relevantes de la política fiscal y a ejercer cualquier influencia en el tipo de cambio. Al aceptar una estricta limitación a la cuantía de los déficit presupuestarios —incluso ortodoxamente financiados—, los países miembro pierden capacidad para combatir perturbaciones asimétricas de su economía. Por otra parte, es evidente que una unión monetaria elimina toda posibilidad de actuación sobre el tipo de cambio. Con economías relativamente abiertas y en las que los agentes económicos anticipan la evolución previsible de las variables, resulta discutible la eficacia de una devaluación como mecanismo de ajuste. Probablemente lo único que permite es ganar tiempo, frente a la solución más lenta del ajuste por medio de precios y salarios. Pero esto no es poco, especialmente si la medida se adopta en períodos de baja coyuntural, como el Reino Unido, Italia o España pudieron comprobar en 1992-1993.

15. Por dolarización de hecho se entiende la que se origina en la decisión de los agentes económicos que establecen depósitos en una moneda extranjera (lo más frecuente, en dólares) y fijan el valor de sus activos en ella, que también puede ser utilizada como instrumento de pago. Se contraponen a la dolarización formal o legal, establecida por decisión del Estado.

16. Ricardo Hausmann, Michael Gavin, Carmen Pages-Serra y Ernesto Stein, “Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime”, trabajo elaborado en el Banco Interamericano de Desarrollo y presentado en Madrid en marzo de 1999.



*Con una elevada indización de la economía y un grado creciente de dolarización de hecho, la flotación no constituye una opción aceptable, por su carácter procíclico y porque origina tipos de interés más altos, un menor desarrollo del sistema financiero y hace muy sensibles los tipos de interés internos a modificaciones de los mercados internacionales. Por ello las preferencias latinoamericanas muestran una escasa propensión a los movimientos de los tipos de cambio, incluso en períodos con grandes perturbaciones monetarias como 1998*

---

Por tanto, los países participantes en la UME han tenido que renunciar a instrumentos significativos de su política económica. Merece subrayarse que han sido precisamente los países con una peor tradición histórica en materias de inflación, déficit presupuestario y modificaciones cambiarias, los que han puesto el mayor interés en conseguir la convergencia necesaria para estar en la UME y formar parte del área del euro. Ello muestra que han valorado más el mayor acceso a los mercados de capital y la reducción del costo de financiamiento que la flexibilidad que podría ofrecer la disponibilidad de unas políticas monetarias y cambiarias propias. La soberanía monetaria ofrece ventajas indudables, pero también tiene costos que se reflejan en primas de riesgos y tipos de interés elevados, así como en el grado de exposición a las crisis monetarias. Tales costos pueden ser especialmente notorios en los países que presentan una menor credibilidad, sea por su trayectoria anterior o por otras razones económicas o políticas.

La realización de la UME y los efectos que la crisis de Brasil ha originado en América Latina han motivado un creciente interés por la integración monetaria. Parece una contradicción que ello ocurra en un período en que los países más importantes, incluido México, han tendido a dejar flotar sus monedas. Sólo Argentina continúa manteniendo su consejo monetario con relación paritaria entre el peso y el dólar. En realidad, la flotación se ha establecido como una necesidad; pero para muchos es una realidad poco deseable, al imponer un nivel alto de tasas de in-

terés, como un tributo inevitable ante la falta de confianza de los mercados en el mantenimiento de la estabilidad monetaria. Por ello, algunos piensan que sería preferible un sistema más estable e integrado. Sin embargo, al tratar de idear éste los paralelismos con Europa son escasos. La UME ha sido un proyecto de integración entre participantes relativamente iguales, aunque con una moneda —el marco— predominante. En los países del Mercosur, particularmente en Argentina, ha habido un interés directo por la experiencia —que algunos ven como una forma de evitar la inestabilidad derivada de caídas fuertes del tipo de cambio—, como la registrada por Brasil en 1999. Sin embargo, el fracaso de los primeros intentos de integración monetaria en Europa muestra las enormes dificultades de un proceso de integración de esta índole, que necesita una firme voluntad política para llegar a buen término.

Cuando se habla de integración monetaria entre países de América Latina se hace referencia, principalmente, a procesos de dolarización, tema de gran actualidad por distintos motivos. Por una parte, es un hecho que cada vez hay economías más dolarizadas en el continente. La libre movilidad de capitales y la desconfianza en la gestión monetaria llevan a que gran número de activos y pasivos se expresen y negocien en dólares y que esa moneda se emplee, incluso, para transacciones corrientes en las economías con mayor inestabilidad. Por otra, en algunos países se discute la conveniencia de implantar, legalmente, sistemas monetarios basados en el dólar, como método para conseguir

credibilidad monetaria, estabilidad y, con ella, tasas de interés moderadas. O, como en el caso argentino, se habla de la posibilidad de una dolarización plena, con sustitución total del peso por billetes de Estados Unidos. Muestra de la importancia y actualidad del tema es que, con sólo dos meses de margen, se hayan dedicado a su tratamiento una sesión de un Comité del Senado de Estados Unidos y un seminario organizado por el FMI, éste con la participación del gobernador del Banco de México.<sup>17</sup>

Cabe establecer un paralelismo entre la situación de los países de América Latina frente a la dolarización y la actitud de las economías del sur de Europa, cuyos esfuerzos por participar en la UME ya se han destacado. Antes, empero, conviene subrayar la importante diferencia que media entre ambos: en la UME, todos los países participan en la elaboración de la política monetaria común. Ésta no es algo impuesto desde fuera, sino una política que se establece en su presencia, con su opinión y, quizá, de acuerdo con sus intereses. Puede ser una diferencia formal, pero es muy importante.

El país que establece un sistema de dolarización legal renuncia necesariamente a tener sus propias políticas monetarias y cambiarias y tiene que estar dispuesto a limitar de modo drástico el monto de su déficit fiscal a lo que estrictamente pueda ser financiado por los mercados. Son limitaciones similares a las que han tenido que admitir los países europeos que trataban de incorporarse a la UME. Las ventajas principales que con ello se consigue son un mayor financiamiento global de la economía y su obtención a un costo menor.

Estas ventajas también se consiguen en el país que establece la dolarización. Además, ésta parece poner a las economías más al abrigo de las crisis monetarias cuando se producen situaciones de contagio. A cambio, el país pierde instrumentos de defensa ante desequilibrios asimétricos; es decir, ante desequilibrios diferentes de los experimentados por Estados Unidos.

Para juzgar el riesgo de la presencia de estas perturbaciones asimétricas, el instrumento habitualmente utilizado es la teoría sobre áreas monetarias óptimas. Ésta señala que los países tendrán menor propensión a sufrir tales perturbaciones cuanto más integradas estén sus economías y cuanto más similares sean sus estructuras productivas. Por otra parte, cuando aquéllas se produzcan, el ajuste se verá facilitado cuanto más móviles sean los factores de la producción y mayor sea la integración fiscal en el área, de forma que el gasto pueda reorientarse hacia las zonas más deprimidas. Por supuesto que este último aspecto carece de relevancia en el caso de la dolarización, porque es imposible que se produzcan traspasos económicos como los que tienen lugar entre estados de Estados Unidos. Por lo demás, si se acepta la teoría de las áreas monetarias óptimas como forma de evaluar los costos de la dolarización, la economía mexicana probablemente sería la que tuviera menores costos derivados de un

proceso de esa índole. Su estructura económica bastante diversificada y la fuerte interrelación con Estados Unidos, especialmente tras la firma del TLCAN, hacen menos probable que su economía pueda sufrir perturbaciones asimétricas. Éstas pueden ser mucho más importantes para Canadá, cuya economía depende decisivamente de los productos básicos. La diferencia todavía es más marcada en el caso de Argentina, que desde hace años tiene un consejo monetario basado en el dólar o en algunos países con alta inestabilidad, que hay quien considera buenos candidatos a la dolarización. Aunque en estos últimos casos lo relevante es que la dolarización permita obtener financiamiento externo y reducir drásticamente su costo, pese a la trayectoria monetaria previa que ha dañado seriamente la credibilidad. En esas condiciones, las ventajas de la dolarización pueden ser mayores que las pérdidas derivadas de una menor capacidad para hacer frente a las perturbaciones asimétricas. Hay economistas que consideran improbable que en el futuro se mantengan las cerca de 150 monedas hoy existentes. Piensan que una proporción importante de los estados puede decidir ligar sus monedas al dólar o al euro, renunciando a su soberanía monetaria. Ésta ofrece ventajas pero, como contrapartida, implica mayores costos financieros. Con la movilidad creciente de capitales, las ventajas derivadas de la soberanía monetaria resultan cada vez más limitadas, mientras los costos financieros aumentan. Por ello, Dornbusch considera que hay que olvidar los “experimentos tropicales” y “sustituirlos por una moneda dura como la mejor estrategia de desarrollo”.<sup>18</sup> Ese autor ve un futuro con muy pocas monedas independientes, donde el dólar y el euro serían los elementos de referencia para las monedas de otros países.

En ese posicionamiento, sin embargo, como en la ya mencionada polarización en los regímenes cambiarios extremos, hay un exceso de simplificación al que propenden los economistas. En un mundo crecientemente globalizado y con elevada movilidad de capitales, la economía de los países es más frágil y situaciones desfavorables pueden originar perturbaciones antes imprevisibles. Una posible solución a este problema consiste en atar las manos de los dirigentes económicos y ligar la moneda a otra extranjera que tenga una trayectoria estable, beneficiándose de su credibilidad. Una solución que puede no ser despreciable en algunos casos, siempre que se puedan controlar algunos de sus efectos desfavorables, como la severa limitación para hacer frente a las crisis bancarias. Pero no es la única solución y tampoco necesariamente la mejor. Lo que no pueden ignorar las autoridades monetarias es que la mayor fragilidad ante las crisis y la gravedad de las perturbaciones que pueden originar hacen necesarias políticas monetarias y fiscales más ortodoxas que en el pasado, así como evitar el mantenimiento de un tipo de cambio insostenible, cualquiera que sea el régimen cambiario elegido. La movilidad de capitales puede tener grandes ventajas para los países, pero hace más grave el riesgo de *error* y, por tanto, obliga a extremar las medidas de precaución. 

17. La sesión del Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee sobre Dolarización Oficial en Países de Mercados Emergentes tuvo lugar el 22 de abril de 1999. El Foro Económico organizado por el FMI el 24 de junio de 1999 llevó como título “Dolarización: ¿capricho o futuro para América Latina?”

18. Rudiger Dornbusch, *The Euro: Implications for Latin America*, estudio preparado para el Banco Mundial, pendiente de publicación, 16 de marzo de 1999.