

# REFLEXIONES SOBRE LOS FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

FRANCISCO ZABALA AGUAYO

Universidad de Sevilla

Departamento de Teoría Económica

y Economía Política

## 1. Introducción

La creación del SME, como paso previo para la consecución de la Unión Monetaria y, en consecuencia, la propia Unión Monetaria Europea, no se puede explicar exclusivamente mediante el análisis de los fundamentos de teoría económica sobre la elección entre regímenes de tipos de cambio alternativos, o de la zona monetaria óptima en la que fijar los tipos de cambio. Por el contrario, estamos ante un tema con una fuerte carga política (Molina Requena, M.J., 1982, p. 31). No obstante, en estos momentos, en que los países de la Unión Europea están inmersos en una carrera frenética por alcanzar la primera velocidad en la Unión Monetaria, resulta casi indispensable presentar un breve estudio teórico sobre los regímenes de tipos de cambio alternativos, sus ventajas e inconvenientes y sobre las condiciones que debe cumplir una zona geográfica para que resulte conveniente la aplicación de un régimen de tipos de cambio fijos en la misma. No obstante, el objeto del presente trabajo no es el de constatar si la Unión Europea cumple o no dichas condiciones.

Antes de centrarnos en el debate de las ventajas e inconvenientes de los sistemas de tipos de cambio alternativos, debemos ofrecer una visión sobre lo que podemos entender por los tipos de cambio y que factores son los que los determinan principalmente. Para Mussa (1976), el tipo de cambio es el precio relativo de las diferentes monedas nacionales, más que de las producciones nacionales, y de este modo, los tipos de cambio están determinados principalmente por la demanda y la oferta stock de las diferentes monedas nacionales. Esta visión monetaria de los tipos de cambio se puede ver reflejada en otros autores como Frenkel (1976), Bilson (1978), e incluso Keynes (1924) quien ya en la edición francesa de su obra *A tract on monetary reform*, afirmaba que lo que determina el valor del franco es la cantidad, presente y esperada, de los francos en circulación. No obstante, estos mismos autores afirman que los factores reales también tienen influencia sobre los tipos de cambio.

## **2. Ventajas teóricas de los tipos de cambio flexibles**

Uno de los primeros y principales autores en la defensa de los tipos de cambios flexibles fue Friedman (1953), para el que los tipos de cambio flexibles cumple dos funciones muy importantes<sup>1</sup>, por una parte ejercen la función de reajuste y por otra la de aislamiento.

La flexibilidad de los tipos de cambio facilita el reajuste de una economía que presente un déficit (o superávit) de la balanza de pagos. Un déficit de la balanza de pagos supone un exceso de demanda de divisas extranjeras contra la moneda nacional. Como consecuencia el precio de la moneda extranjera aumentará, lo que supone una bajada de los precios en moneda extranjera de los productos interiores y un aumento de los precios en moneda nacional de los productos del exterior, produciéndose un aumento las exportaciones y una reducción de las importaciones. De esta forma se consigue el reajuste de la balanza de pagos. Un proceso similar se produce para el caso de que un determinado país presente un superávit de la balanza de pagos, sólo que en esta ocasión el reajuste vendrá motivado por la apreciación del tipo de cambio.

Un régimen de tipos de cambio flexibles permite, dada la función de reajuste, que una economía se pueda dedicar a los objetivos económicos internos, facilitando que pueda conseguir la estabilidad monetaria sin que las economías de su entorno tengan que sufrir las consecuencias de sus errores, y sin verse afectados por las políticas de los demás países. Si se decidiera desarrollar una política más expansiva que la llevan a cabo los países de nuestro entorno con los que se comercia, esto provocaría un déficit en la balanza comercial. En un régimen de tipos de cambio fijos, es posible que se llegaran a agotar las reservas del país, lo que puede incentivar reacciones proteccionistas. Por el contrario, en un régimen de tipos de cambio flexibles, una política más expansiva producirá una continua depreciación de la moneda en relación a la de los países menos expansionistas. Por el mismo razonamiento, el país que pretenda mantener una mayor estabilidad interna de precios puede conseguirlo mediante la apreciación de su moneda, independientemente de las presiones inflacionistas de los restantes países. En un régimen de tipos de cambio fijos, las presiones inflacionistas de los demás países acabarían por afectarle.

Los trabajos de Fleming (1962) y Mundell (1963), presentan el resultado de que bajo condiciones de movilidad perfecta de capitales y tipos de cambio flexibles, la política monetaria se convierte en un potente instrumento de estabilización. Así, si en un país se da una

---

<sup>1</sup>Ypersele y Koeune (1984) ofrecen una enumeración de las funciones de los tipos de cambio.

situación de desempleo, una política monetaria expansiva provocará presiones que harán que el tipo de interés descienda. El descenso del tipo de interés estimulará la inversión y por lo tanto la producción. Además, el descenso del tipo de interés, dados los tipos de interés del resto del mundo, supone una salida de capitales y en consecuencia una depreciación del tipo de cambio, lo que a su vez aumentará la exportaciones netas. El aumento de las exportaciones netas supone un refuerzo a la tendencia de aumento de la producción originada con la caída de los tipos de interés. En palabras de Fleming: “...*the expansionary effect of a given increase in money supply will always be greater if the country has a floating exchange rate than if it has a fixed rate.*” (Fleming, 1962, p. 369)

Estos resultados se ven confirmados en el estudio de Dornbusch (1976), para quien bajo las condiciones de movilidad del capital y de tipos de cambio flexibles, un pequeño país puede desarrollar una política monetaria efectiva, pero sólo en el corto plazo, ya que a largo plazo la inflación inducida por la expansión de la producción, supondrá una reducción de los saldos reales y, en consecuencia, el aumento de los tipos de interés.

Para Williamson (1987), los tipos de cambio flexibles tienen cuatro funciones sociales, algunas de las cuales coinciden con las citadas anteriormente. La flexibilidad de los tipos de cambio sirve para la reconciliación del diferencial de inflación, impidiendo la importación de la inflación o la sobrevaloración de las monedas. Una segunda función sería la de facilitar el reajuste de la balanza de pagos, cambiando los incentivos a exportar e importar. La tercera función es la de liberalizar la política monetaria para poder perseguir los objetivos de tipos de interés, independientemente de los tipos de interés del resto del mundo. La cuarta, y más novedosa función de los tipos de cambios flexibles es la de absorber una parte de las presiones especulativas. En vez de dejar que los cambios en el sentido de los movimientos especulativos supongan alteraciones en los tipos de interés y/o en las reservas internacionales, podemos dejar que las variaciones de los tipos de cambio absorban las tensiones especulativas<sup>2</sup>. Tales variaciones en los tipos de cambio serán temporales, y sus efectos negativos no tendrán gran importancia.<sup>3</sup>

Además de las funciones que hemos citado, Friedman defiende que la flexibilidad de los tipos de cambio no tiene porque ser sinónimo de inestabilidad de tipos de cambio. Las siguientes palabras de Friedman son muy significativas en este sentido:

---

<sup>2</sup>En este punto se puede recordar lo ocurrido con la Libra y la Lira, cuando tras la crisis monetaria del verano del 93, deciden abandonar el sistema monetario europeo, para apaciguar las tensiones especulativas.

*“First, advocacy of flexible exchange rates is not equivalent to advocacy of unstable exchange rates. The ultimate objective is a world in which exchange rates, while free to vary, are in fact highly stable. Instability of exchange rates is a symptom of instability in the underlying economic structure.”* (Friedman, 1953, p. 158.).

Vistas las principales líneas de defensa de los tipos de cambio flexibles, a continuación pasaremos a considerar los inconvenientes de los mismos y los fundamentos teóricos de la defensa de los tipos de cambio fijos.

### **3. Los inconvenientes de los tipos de cambio flexibles. La defensa de los tipos de cambio fijos.**

#### *3.1 Los inconvenientes de los tipos de cambio flexibles*

Pese a las ventajas teóricas presentadas en el apartado anterior, la experiencia de los tipos de cambio flexibles en el mundo real no ha sido todo lo satisfactoria que era de esperar, no consiguiéndose demostrar de una forma definitiva la superioridad de un sistema de tipos de cambio flexibles. Algunos de los inconvenientes que se han revelado pueden ser los siguientes:

-Los procesos de reajuste no se han producido de la forma en que se preveía inicialmente. Parece que los flujos comerciales internacionales sólo reflejan lentamente los efectos de las variaciones de las paridades monetarias, las cuales reaccionan con rapidez a los movimientos de la demanda global. Ypersele y Koeune (1984), en la página 22, ofrecen algunas referencias de trabajos empíricos que apoyan la tesis del reajuste lento de los flujos comerciales ante la variación de los tipos de cambio.

-La creciente movilidad del capital en los mercados mundiales, que en el entorno europeo se ha traducido en la libertad total del movimiento de capitales, y el hecho de que los mercados de activos financieros reaccionen mucho más rápidamente que los flujos comerciales internacionales y que, así las variaciones en las paridades monetarias dependan de una forma creciente de los ajustes de los mercados de activos, ha supuesto una de las causas de los procesos de sobreajuste.

-Para Williamson (1987) la existencia de tipos de cambios flexibles y la posibilidad de la función de aislamiento de los mismos produce lagunas para la coordinación de las políticas

---

<sup>3</sup>La relación del sistema de tipos de cambio flexibles y las tensiones especulativas ya fue estudiada por Friedman (1953).

de los distintos países. En su opinión el pobre funcionamiento de la economía desde 1973 se debió en parte a la falta de coordinación de las políticas, en especial la política monetaria.

-También a causa de la creciente movilidad de los capitales, y debido a que los mercados financieros tienden a reaccionar más rápidamente que los mercados de bienes, la eficacia de la función de aislamiento que se suponía que tenían los tipos de cambio flexibles se ve reducida de una forma considerable. Kouri (1982) confirma que la pretendida función de aislamiento de los tipos de cambio flexibles dista mucho de la evidencia empírica y de los resultados de los recientes trabajos teóricos. La pérdida de eficacia de la función de aislamiento a causa de la movilidad del capital, hace que los países más pequeños vean como sus precios internos se pueden ver muy afectados por las variaciones de los precios de sus importaciones, con lo que se puede ver dificultado el control de la inflación. En relación al punto anterior Mussa (1976) señala que la reducción de la eficacia de la función de aislamiento de los tipos de cambio flexibles va a requerir una mayor coordinación de las políticas económicas, en especial de la política monetaria, por parte de los distintos países.

-Otro de los fallos de la libre flotación de los tipos de cambio, que viene unido a la creciente movilidad del capital y los procesos de sobreajuste, señalado por Williamson (1987) es el de los “currency misalignments”. Por misalignment se puede entender una desviación persistente del tipo de cambio efectivo real desde “el tipo de cambio de equilibrio fundamental”. Estas desviaciones persistentes del tipo de cambio pueden producirse como respuesta del mercado a las diferencias internacionales de los tipos de interés.

-Por último, y en buena medida a consecuencia de muchos de los inconvenientes anteriores, tenemos la inestabilidad de los tipos de cambio flexibles que se ha constatado a través de la evidencia empírica. De esta forma para Bilson (1978) las palabras de Friedman en defensa de la estabilidad de los tipos de cambios flexibles<sup>4</sup> ofrecen escaso consuelo para quienes han experimentado la volatilidad de los tipos de cambio en el periodo de flotación de los tipos de cambio. La inestabilidad de los tipos de cambio genera incertidumbre e influye negativamente sobre las expectativas, con lo que el comportamiento de la economía se hace más inestable (Ingram, 1970, especialmente las páginas 68-69 y 164).

### *3.2 La defensa de los tipos de cambio fijos*

---

<sup>4</sup>Veáse el apartado el apartado 2 del presente trabajo.

En el debate de las ventajas e inconvenientes de los alternativos regímenes de tipos de cambio han intervenido multitud de autores que han ofrecido diferentes argumentos a favor de los tipos de cambio fijos. A continuación presentaremos algunos de dichos argumentos.

Los costes en términos de producción derivados de una desinflación son menores si estos se persiguen mediante una estrategia de tipos de cambio fijos que si es buscada mediante una política que fija la tasa de crecimiento monetario. Para Giavazzi y Giovannini (1987) Existen dos razones por las que el coste de producto es menor en una estrategia de tipos de cambio.

La primera es que, como señala Fischer (1986), una estrategia que persigue la disminución de la inflación utilizando el tipo de cambio como objetivo nominal exige una menor reducción de la oferta monetaria nominal, con lo que los efectos negativos sobre la producción y el empleo serán menores.

La segunda razón se centra en el hecho de que la posibilidad de que los anuncios de política económica puedan no ser creídos, puede suponer que la política de desinflación pueda suponer mayores pérdidas de producción y por lo tanto de empleo. Los objetivos de tipo de cambio son más creíbles que los de crecimiento de la oferta nominal de dinero. Así, Giavazzi y Giovannini consideran que en un sistema de tipos de cambios fijos, donde el banco central se compromete a mantener los tipos de cambio, las devaluaciones son costosas para el banco central. Por lo tanto, la credibilidad de una política desinflacionista basada en un sistema de tipos de cambio fijos será mayor cuanto más costosa sea la devaluación de la moneda para el banco central. Además con tipos de cambio fijos es más fácil para el público controlar los motivos por los que el banco central decide variar los tipos de cambio, lo que aumentará la credibilidad de la política de lucha contra la inflación.

Giavazzi y Giovannini también señalan que la fijación del tipo de cambio con respecto a un país con clara vocación de lucha contra la inflación<sup>5</sup> puede reducir la ineficiencia que surge del incentivo a desarrollar políticas inflacionistas, ya que la fijación del tipo de cambio elevaría los costes de la inflación, debido a que con tipos de cambio nominales fijos una diferencia entre las tasas de inflación de ambos países se traducirá variaciones en el tipo de

---

<sup>5</sup>Este país sería Alemania en el caso del SME.

cambio real y por lo tanto en el nivel de producción. Luego la fijación de los tipos de cambio respecto a un país estable supone una disminución de las expectativas de inflación<sup>6</sup>.

La existencia de un régimen de tipos de cambio fijos reduce los niveles de incertidumbre en los que se mueven los agentes económicos al eliminar el riesgo de cambio. En un sistema de tipos de cambios fijos con movilidad de capitales los tipos de interés nominales, la paridad del poder adquisitivo y las tasas de inflación tienden a igualarse, con lo que los tipos de interés reales también se igualarán, igualdad que es una condición para la asignación de recursos a nivel internacional eficiente. Véase el artículo de Mañas Antón (1988) donde se señala, sin embargo, la posibilidad de que pueda incrementarse el riesgo subyacente en la economía.

Dados los problemas de coordinación internacional de la política económica bajo un sistema de tipos de cambio flexibles y la necesidad de la misma, un régimen de tipos de cambio fijos al impedir las depreciaciones o apreciaciones competitivas, se convierte en un sustituto de la cooperación internacional. (Laskar, 1994)

#### **4 Las teorías de las zonas monetarias óptimas<sup>7</sup>**

La discusión sobre los sistemas de tipos de cambio alternativos se inició hace muchos años y ha perdurado hasta nuestros días. No obstante, quizás el problema no se encuentre en la elección del sistema de tipos de cambio que debe imperar en el mundo occidental, sino que posiblemente

*“The problem can be posed in a general and more revealing way by defining a currency area as a domain within exchanges rates are fixed and asking: What is the appropriate domain of a currency area?”*(Mundell, 1961, p. 657).

Mundell considera que si los tipos de cambios flexibles son importantes, ello es en el caso de tipos de cambio flexibles basados en divisas *regionales*, y no en monedas nacionales. *“The optimum currency area is the region”* (Mundell, 1961, p. 660). Si el área monetaria es la región, debemos preguntarnos cuáles son las condiciones que debe cumplir una determinada

---

<sup>6</sup>En el caso del SME los datos sobre la influencia del sistema en la reducción de la inflación no son muy concluyentes. Véase Bajo Rubio (1988). No obstante existen muchas opiniones a favor del efecto positivo de la existencia del SME sobre la desinflación en Europa (véase, por ejemplo, Viñals, 1988).

<sup>7</sup>Sobre este apartado se pueden encontrar dos magníficas exposiciones en los trabajos de Molina Requena (1982) y de Sanchis i Marco (1988).

zona geográfica para que pueda ser considerada como una zona monetaria, y que por lo tanto sea deseable la unión monetaria. Ya en el año 1958 Tibor Scitovsky (1958) abogaba por la unión monetaria en la Europa Occidental, debido a que dicha unión supondría un mayor grado de movilidad del capital. Pero antes de solicitar una unión monetaria para una determinada zona geográfica deberían ser tenidos en cuenta los siguientes criterios:

-Según el criterio de Mundell (1961), una zona monetaria se puede considerar óptima cuando dentro de la misma existe movilidad de los factores productivos, tanto el trabajo como el capital, mientras que existe inmovilidad hacia el exterior. La movilidad de los factores productivos haría innecesaria la variación de los tipos de cambio en caso de se produjera un desajuste en la balanza de pagos.<sup>8</sup>

-En el criterio de MacKinnon (1963) la zona monetaria óptima estaría formada por economías muy abiertas hacia el exterior, entendiendo la apertura hacia el exterior de una economía como la relación entre bienes comercializables y bienes no comercializables. Para MacKinnon cuanto mayor sea el grado de apertura económica y menor el grado de ilusión monetaria de una determinada economía, menor será la efectividad de la variación de los tipos de cambio para la restauración del equilibrio exterior ante un desajuste previo.

-De acuerdo con el criterio de Kenen (1969) a las economías muy diversificadas les puede resultar beneficioso el establecimiento de un régimen de tipos de cambio fijos. Cuanto más diversificadas sean las economías menores serán las variaciones en la relación real de intercambio, ya que las variaciones en los precios de unas mercancías se verán compensadas con las variaciones de otras, por lo que el tipo de cambio y el nivel de empleo se mantendrán más estables que si se tratara de una economía menos diversificada. Este criterio parece que puede estar en contra del criterio de MacKinnon debido a que cuanto más diversificada sea una economía menos dependerá de su sector exterior y, por lo tanto, este tenderá a ser menor.

-Otro criterio es el ofrecido por Magnifico (1973). Según este criterio una zona monetaria óptima debe estar conformada por países cuya propensión nacional a la inflación sea similar. Si las economías tienen unas propensiones nacionales a la inflación muy similares ello contribuirá a que las tasas de inflación vayan convergiendo sin que exista la necesidad de la modificación de los tipos de cambio a consecuencia de la existencia de persistentes diferenciales de inflación. Al referirse Magnifico a las propensiones nacionales a la inflación, y no sólo a las tasas de inflación, pretende remarcar que el establecimiento de una zona

---

<sup>8</sup>En el caso de la Unión Europea, al menos legalmente, existe plena libertad de movimiento de la mano de obra y del capital, cumpliéndose por lo tanto el criterio de Mundell.



monetaria óptima depende no sólo de que las economías que la formen tengan tasas de inflación iguales sino, más bien, de que las estructuras económicas de los miembros sean lo más homogéneas posible.

-El último criterio que vamos a considerar es el de Ingram (1973). De acuerdo al criterio de Ingran una zona monetaria óptima se debe caracterizar por un alto grado de integración financiera. Cuanto mayor sea la integración financiera existirá menos necesidad de manipular los tipos de cambio para corregir desequilibrios exteriores ya que las variaciones de los tipos de interés motivarán flujos de capital a largo plazo que compensarán el desequilibrio de la balanza de pagos. Así, una zona monetaria que pretenda ser considerada como óptima debe tener un mercado de capitales eficiente, unas transacciones normalizadas y sin obstáculos de tipo arancelario o jurídico, y un elevado número de instrumentos financieros que sean negociados y aceptados internacionalmente.

Seguramente un área monetaria óptima debería cumplir no sólo un criterio de los citados, si no que para que en un área geográfica sea deseable el establecimiento de una unión monetaria, ésta debería cumplir todos los criterios señalados y posiblemente algún otro que hasta ahora haya sido olvidado. En cuanto a si los países que conforman la Unión Europea cumplen todos los criterios, podemos decir que se trata de una cuestión empírica, la cual no es el objeto de este trabajo.

## **Bibliografía**

- Bajo Rubio, O. (1988): "Sobre la contribución del SME a la desinflación Europea", *Información Comercial Española*, nº 657, pp. 114-117.
- Bilson, J.F.O. (1978): "The monetary approach to the exchange rate: some empirical evidence", *International Monetary Fund Staff Papers*, nº 25, pp. 48-75.
- Dornbusch, R. (1976): "Expectations and exchange rate dynamics", *Journal of Political Economy*, vol. 84, nº 61, pp. 1161-1176.
- Fischer, S. (1986): "Exchange Rate versus Money Targets in Desinflation", en *Indexing, Inflation and Economic Policy*, MIT Press, Cambridge.
- Fleming, J.M. (1962): "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates", *International Monetary Fund Staff Papers*, nº 9, pp. 369-380.
- Frenkel, J.A. (1976): "A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence", *Scandinavian Journal of Economics*, nº 78, pp. 200-224.
- Friedman, M. (1953): "The Case for Flexible Exchange Rates" en *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago. pp. 157-203.
- Giavazzi, F. y Giovannini, A. (1988): "Una interpretación de la desinflación europea: el papel del régimen de tipo de cambio", *Información Comercial Española* nº 657, pp. 83-113.

- Ingram, J.C. (1970): *International Economic Problems*, 2ª ed., Jhon Wiley & Sons, Inc, New York.
- \_\_\_\_\_(1973): "The case for european monetary integration", en *Essays in international Finance*, nº 98. Picenton University.
- Kenen, P.B. (1969): "The theory of optimum Currency Areas. A Eclectic View" en Mundell, R. A.; Swoboda, A.K. (eds.) *Monetary Problems of the International of the International Economy*, The University of Chicago Press, Chicago, pp. 41-60.
- Keynes, J.M. (1924): *A Tract on monetary reform*, French Edition; vol IV en *The Collected Writings of J.M. Keynes*, Macmillan, London, 1971.
- Kouri, P. J.K. (1982): "Macroeconomics of Stangflation under Flexible Exchange Rates", *American Economic Review*, vol. 72, May, pp. 390-395.
- Laskar, D. (1994): "Choix d'un régime de change. Le rôle des questions de crédibilité et d'interdépendance entre pays", *Revue Economique*, nº 45, pp. 515-528.
- MacKinnon, R. Y. (1963): "Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, vol. 53 Sep., pp. 717-725.
- Magnifico, G. (1973): "The Theory of Optimum Currency Areas and European Monetary Unification", capítulo 2 de *European Monetary Unification*, Macmillan, London.
- Mañas Antón, L.A. (1988): "La elección entre tipos de cambio fijos y flexibles: un comentario", *Información Comercial Española*, nº 657, pp. 27-30.
- Molina Requena, M.J. (1982): *Unión Monetaria Europea*, Pirámide, Madrid.
- Mundell, R.A. (1961): "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, vol.51, Sep., pp. 657-665.
- \_\_\_\_\_(1963): "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, nº 29, pp. 475-485.
- Mussa, M. (1976): "The Exchange Rate, The Balance of Pyments and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Floating", *Scandinavian Journal of Economics*, nº 78, pp. 229-248.
- Sanchis i Marco, M. (1988): *La peseta ante el sistema monetario europeo*, ed. Alfons El Magnànim, Valencia.
- Scitovsky, T. (1958): *Economics Theory and Western European Integration*, Londres, traducción al español como *Teoría Económica e Integración de la Europa Occidental*, Aguilar, Mdríd, 1964.
- Viñals, J. (1988): "El Sistema Monetario Europeo, España y la política macroeconómica", *Información Comercial Española*, nº 657, pp.149-166.
- Williamson, J. (1987). "Exchange Rate Management: The Role of Target Zones", *The American Economic Review*, vol.77, nº 2 May; pp. 200-204.
- Ypersele, J.V.; Koeune, J.C. (1984): *El Sistema Monetario Europeo. Orígenes, funcionamiento y perspectivas*, Comisión de las CC.EE.. Colección "Perspectivas Europeas", Bruselas.