



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MEXICO.**

**FACULTAD DE ECONOMIA**

**ENSAYO:  
“LOS EFECTOS DEL EURO EN LA UNIFICACIÓN FINANCIERA DE LA  
UNIÓN EUROPEA”.**

**TUTOR: LIC. MIGUEL GONZALEZ IBARRA.  
ALUMNA: GONZALEZ FERNANDEZ AVIGAYL.  
No. DE CUENTA: 30113155 – 5.**

**17 DE OCTUBRE DE 2008.**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

## **AGRADECIMIENTOS:**

En primer lugar deseo dar las gracias a la vida por permitirme llevar a cabo este gran proyecto, estos años de esfuerzo y dedicación han dado frutos los cuales se ven reflejados en el presente trabajo.

Dedico dicho trabajo a mi madre la cual ha sido mi apoyo incondicional en cada una de las etapas de mi vida académica, es una mujer a la cual hoy agradezco todo lo que soy y todo lo que tengo. Siempre has estado aquí en los momentos en los cuales necesite un hombro para llorar o una sonrisa la cual me daba el ánimo necesario para seguir luchando y mirando hacia adelante. Gracias mamá por ser esta mujer tan fuerte, honesta, tierna, dulce y amorosa para conmigo.

Del mismo modo agradezco a los profesores que creyeron en mi, en que tenía una chispa especial y un gran talento para emprender este proyecto que es mi titulación, en especial agradezco al profesor Miguel González Ibarra, quien es el director de este trabajo, gracias por su apoyo incondicional, sus consejos, sus palabras de aliento y por la sabiduría que me proporcionó a lo largo de este camino. De igual manera agradezco a los siguientes profesores: Ibarra Consejo Jorge, Saúl Herrera Aguilar, Anima Santiago Puentes, Raymundo Contreras gracias por aceptar ser mis sinodales. Agradezco a los profesores que dejaron una huella en mí a lo largo de este trayecto profesor: Eduardo Nava Díaz, Benjamín García Páez, Emilio Caballero Urdiales.

Gracias por la confianza, sabiduría y entrega.

Avigayl González Fernández.

## ÍNDICE

Antecedentes.....	4
<b>CAPÍTULO I. Área Monetaria Óptima.....</b>	<b>9</b>
I.1 Teoría del Área Monetaria Óptima.....	9
I.2 Generar un Área Monetaria Óptima.....	13
I.3 La Propuesta Teórica de Mundell.....	14
I.4 La Nueva Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas.....	17
I.5 Anotaciones Finales.....	18
<b>CAPÍTULO II. La Moneda Única En Europa.....</b>	<b>19</b>
II.1 Unificación Monetaria Europea.....	19
II.2 Ventajas en la Generacion de la Moneda Única.....	21
II.3 Costos de la Unión Monetaria Europea.....	27
II.4 Anotaciones Finales.....	29
<b>CAPÍTULO III. Riesgo Sistémico, Riesgo De Crédito, Riesgo De Liquidez y Riesgo Legal.....</b>	<b>30</b>
III.1 Proceso de Compensación y Liquidación.....	30
III.2 De la Unión Monetaria a la Unión Financiera.....	33
III.3 Situación Actual.....	35
III.4 Obstáculos Pendientes.....	37
III.5 Anotaciones Finales.....	38
<b>CAPÍTULO IV. Conclusiones.....</b>	<b>39</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>43</b>

## **“LOS EFECTOS DEL EURO EN LA UNIFICACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA”.**

### **ANTECEDENTES:**

Entre los muchos fenómenos que están realizando cambios acelerados a la estructura y apariencia del mundo, el más comprensivo, el que abarca el mayor espacio del planeta, es el de la globalización, el cual posee su contraparte como un eslabón intermedio, una dinámica de conformación de bloques económicos.

Los grandes cambios que están produciéndose en la estructura del desarrollo industrial en todo el mundo han intensificado la globalización de la producción y especialmente de los servicios.

Con la liberación de las corrientes comerciales, capital, servicios y tecnología han facilitado el proceso de cambio aumentando la integración de los sistemas de producción a través de las fronteras nacionales. La globalización, sostenida por la liberalización de las mercancías y el comercio, se ha convertido en el motor del crecimiento económico en muchas regiones del mundo.

Los países europeos no han avanzado en una línea recta directa hacia su unificación, la construcción de la Unión Europea no ha sido fácil<sup>1</sup>, ha habido éxitos y fracasos, se ha tenido que recorrer un largo camino en el cual ha sido necesaria la voluntad y el esfuerzo para ser lo que es actualmente.

Se sabe con anterioridad que los mercados Europeos se encontraban fraccionados, pero mediante la existencia de monedas y políticas monetarias nacionales se lleva a cabo una homogenización de esta segmentación geográfica y monetaria. El volumen de contratación en los mercados de la Europa continental es, reducido en comparación con el de las grandes plazas financieras (Nueva York, Londres, Tokyo, Hong-Kong). Con la creación del Euro, esta situación puede cambiar radicalmente.

El protagonismo del Euro en los mercados financieros es mayor que el detectado hace algunos años. La moneda única es el aspecto más sobresaliente de la Unión Económica y Monetaria establecida por el Tratado de la Unión Europea, o Tratado de Maastricht, firmado en febrero de 1992 y que entró en vigor en noviembre de 1993.

---

<sup>1</sup> Brociner, Andrew. L'Europe Monétaire, SME, UME. Minnaie unique, Seuil. París 1997. (Colección Mémo. Économie, número 61, pp. 4 – 11.

La Unión Económica y Monetaria, sin embargo, no es una creación del Tratado, este es un proyecto cuyos orígenes se remontan a principios de los años sesenta (1957 para ser exactos), cuando fue formulada por la Comisión Europea por primera vez. El Tratado de Roma, que dio origen a la Comunidad Económica Europea, no recogía prácticamente ninguna referencia a la puesta en común de las políticas monetarias y de tipos de cambio, puesto que el sistema monetario internacional vigente, definido por la conferencia de Bretton Woods de 1944, proporcionaba un marco estable. Los problemas monetarios, sin embargo, fueron acrecentándose en la década de los sesenta y estallaron con toda virulencia a principios de los setenta, obligando a la comunidad a buscar la forma de aislarse de la inestabilidad internacional.

En el cuadro siguiente, obtenido del Banco Central Europeo, muestra que al introducir al Euro como moneda única para así realizar la Unión Monetaria, deberán llevarse a cabo modificaciones en cuanto a Política Económica implementada por el Banco Central Europeo (BCE), este nos presente un panorama en donde encontramos retos, acciones por realizar así como las oportunidades que este reto trae para todos los países que conforman este gran proyecto.

Al lado izquierdo del cuadro, encontramos todos los retos que representan, los cuales son:

- a) Ajuste sin recurso al tipo de cambio nacional.
- b) Eliminación de Financiación privilegiada a empresas del sector público.
- c) Mayor movilidad de recursos y transparencia en los mercados.

Al centro tenemos las acciones a realizar por parte del estado, así como de las instituciones financieras, dichas acciones son las siguientes:

- a) Llevar a cabo la formación de una moneda única, así como de un banco central el cual sea independiente.
- b) Tener un mercado único, así como una coordinación macroeconómica y eliminación presupuestaria.
- c) Formación de fondos estructurales.

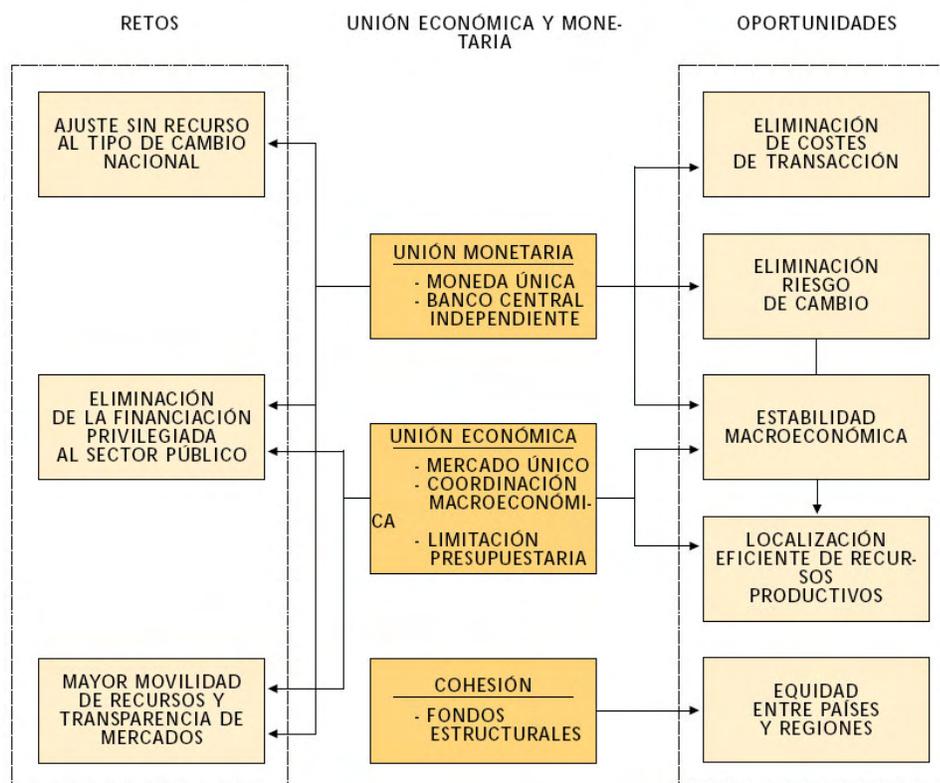
En el lado derecho del cuadro se ponen en perspectiva todas las oportunidades que se tienen al realizar la Unión Monetaria Europea, las cuales son mayores a los retos, cabe

destacar, que esto no será tarea fácil y que se prevé al largo plazo una reforma en el esquema financiero y bancario Europeo.

Entre las oportunidades tenemos las siguientes:

- a) Eliminación de los costos de transacción.
- b) Eliminación del riesgo cambiario.
- c) Estabilidad macroeconómica.
- d) Localización eficiente de recursos productivos.
- e) Equidad entre países y regiones.

## RETOS Y OPORTUNIDADES DE LA UEM



**Fuente:** "The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe" en CEPR, *Discussion Paper series*, núm. 563, London: Centre for Economic Policy Research.

Al mostrar el panorama de la Unión Económica y Monetaria Europea, este trabajo proporciona una alternativa para dar solución a las dificultades de introducir al Euro

como moneda única, llevando a la economía europea a una unificación financiera, dejando a la luz ventajas y desventajas que esto trae consigo.

Al manejar al Euro como una moneda única, desaparecen riesgos de tipo de cambio, se dejan al descubierto elementos que figuran riesgos a corto y largo plazo en el mercado, de manera primordial en el mercado financiero. Los riesgos a los cuales se exponen son: **Riesgo de crédito, Riesgo de liquidez y Riesgo legal, todos estos** pueden resolverse mediante el uso de **Tasas de Interés** (todos estos los definiremos en el capítulo tercero).

Las principales asociaciones financieras europeas han llegado a un acuerdo para recomendar la armonización de determinadas convenciones, en los distintos mercados financieros. Se requiere un aumento en la transparencia y la eficiencia de los mercados financieros europeos y evitar la confusión entre los sistemas operativos de éstos.

Como ya se hizo mención anteriormente, uno de los objetivos, es el llevar a cabo un estudio de la Unión Europea, de una manera puntual la Unión Monetaria y Unión Financiera. Desde el punto de vista monetario se pretende llevar el análisis de las transformaciones y de las modificaciones que se plantearon en cuanto a la generación de una Moneda Común para toda la Unión y a su vez, ya teniendo la moneda común, y un mercado cada vez más extenso por la integración de nuevos miembros a la comunidad, se observa una ampliación del mercado en el cual no habrá problemas en la aplicación de la moneda común.

Los objetivos particulares de este ensayo, son develar la viabilidad para llevar a cabo una Unificación Financiera en Europa - la cual va más allá de una Unificación Monetaria - con esta Unificación Financiera se disminuirán los riesgos **crediticio, de liquidez y legal**, además de diversos riesgos que se pueden ser menguados por la unificación financiera.

Por ello planteamos desde el punto de vista teórico como es que se generan las áreas monetarias óptimas, las cuales dan paso a la formación de la unificación financiera.

En este primer capítulo consideramos los aspectos principales de la teoría económica referidos a las uniones monetarias. En el capítulo siguiente hacemos una introducción de lo que ha representado el adoptar una Moneda Única en Europa, así como las diversas ventajas y desventajas de la adopción de esta moneda. Concluimos en el tercer capítulo explicando los riesgos que quedan al descubierto con la Unificación Monetaria, y planteamos la posibilidad de la generación de una Unificación Financiera para la reducción de los mismos, dando una solución viable a largo plazo, ya que el llevar a cabo la unificación financiera conlleva la regulación del Estado así como del Banco Central Europeo conduciendo a un nuevo sistema financiero en el cual las tasas de interés juegan un papel determinante en la disminución de los riesgos que se generan por la Unión Monetaria.

## **CAPÍTULO I. ÁREA MONETARIA ÓPTIMA.**

En este capítulo desarrollaremos el concepto de Área Monetaria Óptima. Dicha presentación se hará dentro del marco de la economía Keynesiana, como sabemos, la teoría económica se ha ocupado de las uniones monetarias como cuestión específica bastante tarde en la historia del pensamiento económico. Solamente con los trabajos de Mundell de fines de los años cincuenta y principios de los sesenta del siglo pasado se define un problema que será conocido con el nombre de “área monetaria óptima” (AMO). Hasta ese momento la creación y destrucción de uniones monetarias eran un producto social que prescindía de una teoría específica sobre la correspondencia entre una unidad económica y una unidad monetaria participantes en el mercado mundial.

Sin embargo, los esfuerzos por generar una teoría particular que satisficiera con suficiencia la explicación del problema de porqué las áreas monetarias nacionales no son AMO han encontrado, dejando de lado los ya arduos problemas derivados de definiciones independientes de la economía y de la moneda, dificultades para conciliar las lógicas diferenciadas de los subsistemas económico y político de la sociedad. Las cuales no parece que puedan despejarse exclusivamente mediante un esfuerzo disciplinario y probablemente requieran de un esfuerzo interdisciplinario que vaya más allá, cuando se ven bien las cosas, de la colaboración entre las disciplinas económicas y las disciplinas políticas.

### **I.1 TEORÍA DEL ÁREA MONETARIA ÓPTIMA.**

El curso de la construcción de la teoría de las AMO comenzó planteando explícitamente el problema como si bastara comprender la dinámica objetiva del sistema económico, es decir respetando los límites disciplinarios de la teoría económica y prescindiendo de todos los problemas de constitución de los sujetos económicos derivados de las insuficiencias de la teoría que aún hoy funda de la ciencia económica, es decir de la teoría del equilibrio general. Pero, en la medida en que desde un principio se formuló en un ambiente predominantemente keynesiano, aunque de manera implícita, está presente una tensión no resuelta entre economía y política.

Robert Mundell se propuso, desde 1955, poner a prueba las objeciones teóricas a un sistema internacional de tipos de cambio fijos, especialmente las realizadas por M.

Friedman 1953 y por J. Meade 1955, quienes, por diferentes motivos, buscaban utilizar la política de tipos de cambio como herramienta de ajuste (Mundell 1996:29). El tema, entonces, se planteó en el marco general de la problemática del uso de la política económica en un sistema interestatal para lograr objetivos nacionales. Y en particular, sobre cómo el uso de la política de cambio podría contribuir a alcanzarlos. Publicó sus conclusiones en 1961.

Para exponer el problema contrapuso a un área monetaria ideal con una moneda única y un único banco central, otra área monetaria ideal con dos monedas y dos bancos centrales. En ambas supuso especialización regional, y en también neutralidad fiscal y política monetaria activa. En la primera un único banco central monopoliza la decisión de incrementar la oferta monetaria de medios de pago interregionales, mientras que en la segunda la política monetaria está descentralizada en los dos bancos centrales.

Con el supuesto de que el nivel de precios y los salarios nominales son inelásticos en el corto plazo Mundell implícitamente se colocó en un escenario definido por la tesis Phillips-Lipsey, que en ese momento, en la última parte de la década de los cincuenta, estos dos autores estaban terminando de construir como crítica al modelo que Hicks propuso a fines de la década de los treinta. Como consecuencia de esta crítica, los objetivos nacionales de inflación y desempleo resultan alternativos.

En caso de que se produzca un cambio en los precios relativos de los bienes en que se especializan las distintas regiones, ocurrirá un desequilibrio en la balanza de pagos interregional. En caso del área monomonetaria, el único banco central puede aumentar la oferta de medios de pagos para saldar el desequilibrio y evitar el desempleo. Pero en caso del área bimonetaria, con sistema de tipos de cambio fijos, el banco central del país deficitario no puede aumentar la oferta monetaria y, si se atiene exclusivamente a sus propias capacidades, no le quedará más remedio que aceptar la disminución del ingreso real que resulta de la caída en la producción y el crecimiento del desempleo. El incremento de la oferta monetaria requerido para saldar el déficit en la balanza de pagos internacional depende del banco central del país superavitario. Si este decide no aumentar la oferta monetaria, inducirá un sesgo recesivo en el conjunto. Sesgo que, claro está, puede ser contrarrestado con un cambio institucional mediante el cual se acuerde que la responsabilidad del ajuste recaerá en el país superavitario, el cual deberá entonces tolerar la inflación en sí mismo hasta el punto en que desaparezca el desempleo en su socio. Excluido este cambio institucional, el resultado es que en el área

bimonetaria la tasa de desempleo en el país deficitario resulta determinada por el deseo del país superavitario de tolerar la inflación.

Y otro resultado, congruente en el anterior, es que en un área monometaria con varias regiones, el ritmo de la inflación está definido por el deseo de la autoridad monetaria de permitir el desempleo en regiones deficitarias. Pero en ninguno de los dos casos, ni en el del área monometaria, ni en el del área bimonetaria, podrán eliminarse simultáneamente el desempleo y la inflación. El defecto no radica, entonces, en el tipo de área monetaria, sino en el ámbito del área monetaria, ámbito que excluye en el corto plazo la flexibilidad de salarios nominales y de los precios, así como la migración de factores. De donde se desprende la noción de **AMO como aquella en que el ajuste óptimo se realiza con tipos de cambio fijos sin residuos de inflación o desempleo.**

Pero en un área bimonetaria que, a diferencia del ejemplo anterior, tenga un sistema de tipos de cambio flexibles, la devaluación de la moneda del país deficitario, o la reevaluación de la moneda del país superavitario, deberían permitir evitar a la vez el desempleo en el primero y la inflación en el segundo. Este es, afirmó Mundell, el mejor argumento a favor de los tipos de cambio flexibles. Y se propuso someterlo a prueba.

Para ello supuso que los países o áreas monetarias nacionales por lo general no son Áreas Monetarias Óptimas (AMO) en el mundo real, y modeló en base a dos países imaginados a los que llamó Canadá y Estados Unidos, ninguno de los cuales es AMO. De esta manera introdujo la diferencia con la que definió la especificidad teórica del problema: áreas monetarias que no son óptimas. En el modelo, cada uno de estos países tienen dos regiones con similares características, el este, especializado en producir autos, y el oeste, especializado en producir madera. Entre las regiones de cada país hay movilidad de factores, pero no la hay entre países.

Ahora bien, si se produce un incremento de la productividad en la industria automotriz que provoca un defecto de oferta de madera y un exceso de oferta de autos, los resultados serán, por un lado, una combinación de desempleo en el este y de presiones inflacionarias en el oeste. Y, por otro, un flujo de reservas bancarias con las que la región del este cancela el déficit de pagos que tiene con el oeste. Si los bancos centrales en ambos países quieren evitar el desempleo en las dos regiones orientales cada uno de ellos aumentará su oferta monetaria o, alternativamente, si quieren reducir la inflación en las dos regiones occidentales, las reducirán. Mientras tanto el tipo de cambio flexible se moverá para preservar el equilibrio en la balanza de pagos entre ambos países.

Así, las políticas monetarias pueden eliminar el desempleo, pero a costa de la inflación. O pueden eliminar la inflación, pero a costa del desempleo. O pueden elegir como objetivo una combinación de ambos. Pero no pueden eliminar simultáneamente la inflación y el desempleo, a pesar de que la balanza internacional permanezca equilibrada gracias a la flexibilidad en el tipo de cambio. ***Con lo que queda demostrado que el régimen de tipos de cambio flexibles entre ambos países no permite solucionar los resultados no deseados de un desequilibrio en la balanza de pagos interregional en cada una de las áreas monetarias nacionales, que es el problema que se había planteado.***

Con estas contribuciones quedan definidas las principales proposiciones referidas a las que se consideran condiciones objetivas de la teoría de las AMO: movilidad de factores, apertura económica, diversificación económica e integración financiera, todas ellas con un trasfondo que tiene como características que el ajuste mediante precios no ocurre inmediatamente y que la autoridad económica enfrenta la disyuntiva de tener que escoger entre los lastres alternativos de desempleo o de inflación.

En Europa desde la segunda guerra mundial muy pocos proyectos han suscitado expectativas como el de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Con la firma del Tratado de Roma se inició el camino hacia la Europa unida. Con el pasar de los años a tenido su continuación en nuevas construcciones político económicas que han otorgado al este viejo continente un carácter pionero en procesos de integración.

La unificación es una de las viejas aspiraciones de clases políticas europeas, sobre todo desde finales del decenio de los sesenta. El avance en el proceso de integración y la estabilidad monetaria eran los principales argumentos a favor de la Unión Económica Monetaria.

En la medida en que la Unión Económica Monetaria (UEM) es el resultado de avances progresivos, se distinguen diversas etapas en el proceso, las cuales podemos nombrar de manera cronológica:

a) Del Tratado de Roma al Informa Werner.

- b) Del Informa Werner al Sistema Monetario Europeo.
- c) Del Sistema Monetario Europeo al Tratado de Maastricht.

El objetivo de última instancia era la convertibilidad de las monedas de los estados miembros de la unión, la libre circulación de capital y la fijación definitiva de los tipos de cambio. Aunado a esto, se hacía una recomendación, la cual se refería a la coordinación de las políticas económicas, así como la reducción de las fluctuaciones de los tipos de cambio, tener una armonía fiscal y el establecimiento de cooperación en materia de política estructural y regional.

La unificación monetaria o formación de un área monetaria óptima es uno de los pasos ulteriores al libre comercio así como el más complejo dentro del mundo capitalista, teniendo grandes ventajas, dentro de las principales se encuentra la eliminación de costos de transacción por el tipo de cambio.

El proceso de unificación monetaria en Europa tiene su inicio en 1955 – 1956, cuando se lleva a cabo la firma del Tratado de Roma en 1957, con lo que se garantiza un *tipo de cambio flexible*, lo cual deja a los países europeos firmantes de tratado, la flotación de sus monedas para alcanzar un equilibrio externo y proporcionara las herramientas necesarias en cuanto a las metas de política interna.

## **I.2 GENERAR UN ÁREA MONETARIA ÓPTIMA**

En Europa los tipos de cambio fijos predominaron hasta después de la segunda guerra mundial; se discutieron las ventajas y desventajas de un tipo de cambio flotante, varios autores consideraron la cuestión en la década de los cincuenta y en la de los sesenta. No es verdad que no se discutiera la posibilidad de los tipos de cambio flexibles, lo que involucró de manera directa en el debate a Mundell, Meade y Friedman.

Mundell (1961) planteó que si la defensa de los tipos de cambio flexibles que estos autores hacían era correcta para países, también debía serlo para las relaciones entre regiones de un mismo país multirregional.

En términos teóricos le importaba averiguar los costos de la fragmentación monetaria que se desprendía de las propuestas de Meade y Friedman, así bien la duda que se formuló tuvo que madurar antes de una ruptura que, en 1966, lo colocó claramente en el

grupo de los autores que, por razones diversas, se oponían a las tasa de cambio flexibles con monedas inconvertibles.

Para 1979 se observa inestabilidad cambiaria aguda, es por ello que en los años posteriores se orilla a construir un Sistema Monetario Europeo (SME), el cual constaba de tres elementos fundamentales:

- a) La parrilla de paridades; definió un tipo de cambio fijo pero ajustable, estableciendo bandas de fluctuación con respecto a la paridad central.
- b) El ECU, un antecedente de la futura moneda única (El Euro) unidad de cuenta tipo cesta<sup>1</sup>.

Los países que se encuentran en una zona monetaria óptima tienen el compromiso de formar un mercado común o zona de libre comercio deben enfrentarse a una nueva barrera **la incertidumbre en los tipos de cambio**. Meade y Friedman, veían en la flexibilidad cambiaria la forma de alterar los salarios reales y evitar el desempleo, en presencia de rigideces de precios y salarios nominales. Esta era la “alternativa” del mercado libre a los tipos de cambio fijos.

### **I.3 LA PROPUESTA TEÓRICA DE MUNDELL.**

Desde la perspectiva de Robert Mundell, los tipos de cambio flexibles son aplicables a Estados Unidos y a Canadá como países (individuales), entonces también debería de ser posible aplicarse a cualquier región dentro de estos países. Pero para tener tipos de cambio flexibles entre las regiones de un país, será necesario tener más de una moneda, lo cual implica los costos de tener más de una moneda. Por consiguiente se pensó seriamente acerca de la relación país-región en el tema de los sistemas monetarios, observando que la flotación del dólar canadiense versus el dólar de Estados Unidos no había ayudado a Canada a escapar del ciclo económico de Estados Unidos. (Recordemos el teorema de la propiedad de aislamiento o insularidad que tienen los tipos de cambio flexibles frente a shocks externos con respecto a tipos de cambio fijos). Mundell propuso que lo correcto, desde el punto de vista de la definición de un área

---

<sup>1</sup> El Ecu, que en un principio iba a ser la moneda europea, es una unidad de cuenta tipo cesta en la que la participación de las monedas de los estados miembros esta en función de su importancia económica.

monetaria óptima, era considerar que estos dos países estaban divididos en una región del este y otra del oeste.

¿Cuándo es ventajoso para un conjunto de regiones ceder soberanías monetarias a favor de una moneda común? Mundell mencionó brevemente las ventajas de una moneda común como los menores costos de transacción en el comercio y la menor incertidumbre sobre tipos de cambio y precios relativos.

Mundell enfatiza la gran importancia de la alta movilidad del trabajo para compensar dichos disturbios, lo que condujo a caracterizar un área monetaria óptima como un conjunto de regiones entre las cuales la propensión a migrar es lo suficientemente alta como para asegurar el pleno empleo cuando una de las regiones enfrenta un shock asimétrico.

Estableció qué requisitos básicos necesita cumplir una unión monetaria como la europea. Entre los mismos señalaba la plena o muy elevada movilidad de los factores de producción, capital, trabajo y tecnología.

Mundell considera que los países que compartan una moneda en común tienen mucho que ganar en forma de una mayor transparencia de precios, de menores costos de transacción, de menos incertidumbre para los inversores al desaparecer los tipos de cambio y de un aumento de la competencia. El éxito de una unión monetaria depende de la flexibilidad de salarios y de precios. Esta debe compensar la desaparición de la flexibilidad de la tasa de cambio nominal, lo cual supone las siguientes condiciones:

- a) Alta movilidad laboral:** Si un choque externo asimétrico genera para en un país miembro de la unión, la mano de obra debe desplazarse a otro.
- b) Sin rigideces salariales:** Ausente la opción de devaluar para recuperar la competitividad, es imprescindible que los salarios se ajusten rápidamente a los efectos de choque.

Significa que desde el punto de vista teórico, Mundell comenzaba a inclinarse hacia mecanismos de ajuste con **tipos de cambio fijos**, dadas sus dudas sobre la eficacia del funcionamiento económico bajo regímenes de tipos de cambio flexibles por varias razones entre las que cabe mencionar las siguientes:

**a) ILUSIÓN MONETARIA.** Comenzó a dudar de la validez de este argumento al señalar que tipos de cambio flexibles no funcionan para áreas monetarias muy abiertas, pues requieren grados poco realistas de ilusión monetaria, la que puede tornarse irrelevante el proceso de ajuste. El argumento es que la efectividad de la ilusión monetaria depende de la experiencia de inflación tal que a mayor experiencia de inflación más se alimentarán las expectativas correspondientes y mas irrelevante será este proceso de ajuste, al ser incapaz de cambiar las variables reales (macroeconómicas) relevantes.

**b) LOS MOVIMIENTOS DE FACTORES PRODUCTIVOS.** Comienzan a apreciarse con optimismo, como mecanismos o procesos de ajuste bajo tipos de cambio fijos. Estos movimientos facilitan el ajuste de la Cuenta Corriente dentro de la misma área monetaria, sin necesidad de cambios en los precios relativos. (Cabe aquí recordar un trabajo muy influyente de Mundell 1968) llamado “The Monetary Dynamics of international Adjustment under fixed and flexible exchange rates”. Allí prueba que si el capital es móvil internacionalmente, tipos de cambio fijos llevan al equilibrio interno-externo en forma directa, mientras que tipos de cambio flexibles llevan a ciclos alrededor del equilibrio. Cuando la movilidad es nula en cuanto al tipo de cambio, la convergencia dinámica al equilibrio se invierte, esto es, tipos de cambio fijos resultan en una convergencia cíclica, mientras que tipos de cambio flexibles llevan a la convergencia directa.)

Es importante preguntarse si los países que forman la Unión Económica y Monetaria Europea constituyen una zona monetaria óptima, la que es definida por Andrew Brociner<sup>2</sup> como “Un espacio económico en donde los factores de la producción (capital y trabajo), son suficientemente móviles para realizar un ajuste en caso de un choque asimétrico. Ya que por el contrario si una región es afectada de forma asimétrica por un choque y si los factores de producción no son lo suficiente móviles, otra de las formas de ajuste sería por medio de los tipos de cambio.

Así si los países o las regiones no constituyen una zona monetaria óptima, entonces no pueden formar una unión monetaria debido a que la flexibilidad de su tipo de cambio es indispensable para responder a los choques asimétricos.

---

<sup>2</sup> Brociner, Andrew. L'Europe Monétaire, SME, UME. Minnaie unique, Seuil. París 1997. (Colección Mémo. Économie, número 61, pp. 4 – 11.

Debido a que la Unión Monetaria tiene una reciente apertura, y es una nueva experiencia donde no se sabe con certeza si esta podrá hacer frente a los choques económicos que pudieran afectar a esta zona monetaria en el futuro.

#### **I.4 LA NUEVA TEORÍA DE LAS ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS.**

Hasta entonces la teoría de las Áreas Monetarias Óptimas (AMO) se había desarrollado en el marco keynesiano de aceptación de la validez de la curva de Phillips como agregado que modifica al modelo IS-LM. Pero con los nuevos clásicos, desde que F. Kydland y E. Prescott propusieran un modelo con el que pretendieron haber demostrado, a partir de los riesgos de incoherencia temporal de las políticas económicas, la superioridad del equilibrio mediante reglas respecto del equilibrio discrecional (Kydland y Prescott 1977), y que R. Barro y D. Gordon aplicaran este análisis a la política monetaria, demostrando, a juicio de ellos, el sesgo inflacionario de la política discrecional (Barro y Gordon 1983), el respaldo teórico de las AMO, tal como había sido desarrollado hasta ese momento, resultó profundamente perturbado.

Y, al mismo tiempo, comenzó a generarse un fundamento teórico alternativo que ha venido constituyéndose como base de lo que Grauwe denominó **nueva teoría de las Áreas Monetarias Óptimas (AMO)** (De Grauwe 1992). La vieja teoría reposaba en la eficacia no condicionada de la política económica, en particular de la política monetaria. Los agentes privados padecían una confiable ilusión monetaria crónica y, en consecuencia, los efectos de sus conductas inconvenientes para la dinámica económica podían ser contrarrestados sin mayor problema por los responsables sapientes de la política económica. Por el contrario, según la nueva percepción, que en realidad debería denominarse renovada porque tiene viejos antecedentes, los agentes no podían ser sorprendidos regularmente por los responsables de la política económica. Reaccionaban a las manifestaciones de intención y a los planes los políticos de acuerdo con la credibilidad que estos tuvieran. La hipótesis de las anticipaciones racionales de los agentes privados hizo que la eficacia de la política monetaria pasara a depender en gran medida de la credibilidad de las autoridades monetarias. Era posible que en el corto plazo las autoridades pudieran sorprender a los agentes privados aumentando transitoriamente el empleo sin que, precisamente por ello, aumentara la inflación, con lo

que parecía corroborarse la política económica fundada en la supuesta validez de la curva de Phillips. Pero este recurso se desgastaría más o menos rápidamente y la pérdida de credibilidad de los políticos conduciría a una pérdida de eficacia de la política económica y a un deterioro económico creciente.

La distinción entre la vieja y la nueva teoría de las AMO no debe exagerarse. Es cierto que la nueva teoría elabora una inconsistencia temporal sobre la que antes no se había llamado la atención. Pero, como vimos más arriba, Mundell había desarrollado a principios de la década de los años sesenta, el argumento de la inconsistencia espacial cuando era llevada hasta sus extremos la tesis de los tipos de cambio flotantes. La ilusión monetaria atribuida a los agentes privados no podía ser absoluta, y la multiplicación de las áreas monetarias para que se cumplieran las condiciones requeridas de optimalidad y el consiguiente empequeñecimiento de cada una de ellas, reducía la capacidad de las autoridades para aplicar políticas cambiarias que pudieran gestionar eficazmente la tensión entre desempleo e inflación en el mundo ideal en que estas variables tienen una relación inversa. Dicho de otra manera, la ilusión monetaria de los agentes privados no era más que el reverso de la indubitable credibilidad de las autoridades.

#### **I.4 Anotaciones Finales.**

El contenido de este capítulo nos ha permitido reconocer las áreas monetarias óptimas, sus postulados y enfoques de sus precursores. De la misma manera dimos un breve recorrido por lo que es un nuevo enfoque de las Áreas Monetarias Óptimas (en lo consecuente AMO).

A partir de estos elementos podremos en el capítulo siguiente, incorporar al problema de las AMO tanto los costos como los beneficios al realizarse la unificación monetaria como resultado de procedimientos económicos, políticos y culturales en Europa.

De la misma manera nos brinda un panorama general al poder ubicar a las AMO como una teoría que tiene sus orígenes desde los años sesenta, a dado pie a la conformación de una nueva economía llamada Unión Europea.

## **CAPÍTULO II. LA MONEDA ÚNICA EN EUROPA.**

En este capítulo desarrollaremos la Unificación Monetaria Europea, como es que surge así como los requisitos que se deben cumplir para la generación de la misma. Denotando al área monetaria óptima como una región, con ayuda de argumentos teóricos como: la necesidad de que existan tipos de cambio fijos logrando como objetivo la eliminación de los costos de transacción así como la pérdida del poder adquisitivo en las transacciones internacionales.

### **II.1 LA UNIFICACIÓN MONETARIA EUROPEA.**

La unificación monetaria europea, como se ha visto, viene acompañada de unos condicionamientos macroeconómicos consagrados, inicialmente, en el tratado de Maastricht así como por el Pacto de Estabilidad de Crecimiento. Uno de los componentes fundamentales para la instauración del Euro, es la independencia (de los gobiernos) del Banco Central Europeo (BCE), el cual será el encargado de conducir la política monetaria europea con estabilidad de precios interna como un único objetivo.

Estableciendo los requisitos básicos que necesitaba cumplir una unión monetaria como la europea, pero treinta y tantos años antes de que ocurriera, entre los miembros señalaba la plena o muy elevada movilidad de los factores de la producción, capital, trabajo y tecnología. Además gozando de una política monetaria única ejecutada por un banco central independiente aumenta la estabilidad de precios, aunque también esto presenta un costo: dado que en los países se deteriora la capacidad de un manejo de los tipos de interés y de la política cambiaria para la resolución de sus dificultades.

Un Área Monetaria Óptima (AMO) se concibe como una región, no necesariamente unida a fronteras nacionales, donde resulta óptimo tener una moneda única y una única política monetaria. Así, en principio, es probable que países altamente integrados entre sí (integrados comercialmente hablando) constituyan una AMO, puesto que las ventajas de tipos de cambio fijos aumentan con el grado de integración económica, como se verá en la última sección.

El dominio de un Área Monetaria Óptima es aquel dentro del cual los tipos de cambio están fijos, pero no fijos en el sentido de tipos de cambio “pegged”<sup>1</sup>, como fue durante la vigencia del sistema monetario internacional de Bretton Woods, sino “irrevocablemente fijos” entre los países miembros, los cuales a su vez pueden mantener flexibilidad con respecto a otras monedas.

Ahora bien ¿Qué se entiende por tipos de cambio irrevocablemente fijos? Son irrevocablemente fijos cuando los cambios en el tipo de cambio nominal resultan ser innecesarios. En otras palabras, cuando el abandono del uso de la política cambiaria que implica integrar un área monetaria, no impone costos considerables a sus miembros.

Veamos más de cerca estas proposiciones que nos llevan naturalmente, como se verá enseguida, a sistemas con monedas únicas o con monedas nacionales con paridades absolutamente fijas. Cabe entonces la siguiente pregunta, ¿Cuándo los cambios en el tipo de cambio son inefectivos y cuando son innecesarios?, **Son inefectivos** cuando los cambios en los tipos de cambio nominales no producen cambios correspondientes en el tipo de cambio real, siendo esto función como se vio en la sección anterior, del grado de ilusión monetaria en la economía.

Por otra parte son **irrelevantes** cuando existe alta movilidad del trabajo dentro de la región, o bien cuando es alta la flexibilidad en “ambas” direcciones de los precios y salarios nominales. Entonces para enfatizar, en ambos casos, el abandono de la herramienta de la política cambiaria, intrínseca a una unión monetaria, no representará costo alguno, e integrar la unión monetaria será óptimo en el sentido de Mundell.

Por otra parte, el abandono del instrumento cambiario será costoso cuando los cambios en los tipos de cambio nominales son efectivos en producir los cambios reales correspondientes, o bien cuando la herramienta resulta **necesaria y relevante** ante una movilidad de factores escasa o nula, como así también en presencia de shocks asimétricos entre los miembros potenciales que den lugar a ciclos negativamente correlacionados entre ellos.

---

<sup>1</sup> Una tasa de cambio fija, es un tipo de régimen de tasa de cambio en el que el valor de una moneda es emparejado al valor de otra moneda sola o a una cesta de otras divisas. Como en el mercado hay elevaciones y disminuciones del valor de las diversas monedas, se toma un valor de referencia al cual hacen que se fije la moneda. Las tasas de cambio fijas restringen a los gobiernos del empleo de una política monetaria independiente doméstica para alcanzar la estabilidad interna. Sin embargo, en ciertas situaciones, tasas de cambio fijas pueden ser preferibles para una estabilidad mayor.

## **II.2 VENTAJAS EN LA GENERACION DE LA MONEDA ÚNICA.**

El tema de los beneficios así como los costos de la Unión Monetaria Europea ha sido objeto de un intenso debate, sobre todo en países como Gran Bretaña, que perteneciendo a la Unión Europea no ha adoptado el euro como moneda, pero deja abierta la posibilidad de hacerlo más adelante. Entre los beneficios más importantes de la Unión Monetaria Europea se encuentran los siguientes:

- a) **Inflación más baja y estable.** La Unión Económica y Monetaria Europea (UME) implica la creación de un Banco Central Europeo (BCE), cuyas características institucionales, sobre todo, en lo tocante a la independencia, hacen prever que cumplirá su mandato de mantener la estabilidad de precios, incluso, con mayor eficacia de la que despliega, es su momento por cualquiera de los bancos centrales nacionales de la zona euro. La autonomía del banco central es de fundamental importancia para alcanzar y mantener la tasa inflacionaria reducida. Los países cuyos bancos centrales son más independientes tienden a registrar menores tasas de inflación en el largo plazo. Se sostiene que una unión monetaria es un remedio efectivo frente a la falta de autonomía de algunos bancos centrales nacionales, reduce el problema de inconsistencia temporal de la política monetaria y se traduce en un menor crecimiento de los precios.
- b) **Mayor credibilidad de la autoridad monetaria.** La mayor independencia del Banco Central Europeo (BCE) hará que los anuncios de política monetaria sean más creíbles, es decir, cuando el Banco Central Europeo anuncie una determinada meta inflacionaria la gente tendrá una mayor confianza en que dicha meta será alcanzada. Esto reducirá los costos de mantener la inflación bajo control, puesto que las expectativas de inflación y las negociaciones de incrementos salariales serán consistentes con la meta del Banco Central Europeo. Cuando, por el contrario, un banco central padece de falta de credibilidad, la población se forma expectativas de inflación por encima de la meta del banco central. A su vez – entre otras cosas – a negociar incrementos en los salarios nominales por arriba de la meta inflacionaria oficial; es decir, incrementos que responden más a la falta de confianza en el banco central que la dinámica de la producción de la mano de obra.
- c) **Aumento de la estabilidad cambiaria.** La volatilidad del tipo de cambio disminuirá considerablemente. Por una parte, al interior de la zona euro los tipos de cambio

desaparecen, dejando otros riesgos a flote los cuales se trataran con detalle más adelante, lo cual elimina completamente el riesgo cambiario asociado al intercambio comercial entre las naciones afiliadas. La desaparición de las paridades monetarias suprime también el riesgo cambiario vinculado a la inversión extranjera directa y de cartera dentro de la zona monetaria común. Por otra parte, es previsible que la volatilidad del euro frente a otras monedas internacionales, como el dólar americano o el yen japonés, en el mediano plazo será menor que la registrada por cualquiera de las extintas monedas nacionales.

Esto en virtud de que la fortaleza de una moneda radica, en buena medida, en el tamaño de la economía que la respalda, así como en la solidez de los llamados fundamentos económicos (como la tasa de inflación y crecimiento económico, el nivel de reservas internacionales con relación a los vencimientos de deuda a corto plazo, la participación de la deuda externa y el déficit fiscal en el PIB, el saldo de la cuenta corriente como porcentaje del PIB y la salud del sistema bancario).

El Euro no solamente goza del respaldo de 15 economías de la Unión Europea sino que las políticas fiscal, monetaria y cambiaria dentro de la Unión Económica y Monetaria Europea (UME) están encaminadas a mantener su fortaleza y a minimizar su volatilidad frente a otras monedas internacionales. En síntesis, el Euro ofrece una doble ventaja:

- a) Por un lado, **la volatilidad cambiaria** dentro de la zona euro se elimina por completo, por la suspensión de los tipos de cambio.
- b) Por el otro, **la volatilidad de euro frente a otras monedas** será, previsiblemente, menor a la registrada por cualquiera de las monedas nacionales del viejo continente.

Lo anterior es cosa fundamental dentro de este análisis, ya que se ha demostrado empíricamente que la volatilidad cambiaria es un factor que inhibe el comercio entre los países de la Unión Europea (De Grauwe, 1998); entre otras cosas, porque altera la relación entre los ingresos (los costos) foráneos de las empresas exportadoras (e importadoras) y sus costos (Ingresos) domésticos. Las fluctuaciones erráticas del tipo de cambio también desalientan la inversión extranjera, ya que dificultan la evaluación costo – beneficio de los proyectos de inversión en moneda extranjera.

En un principio, compartir una misma moneda entre varios países tiene varias ventajas, las cuales podemos enumerar de la siguiente manera:

- a) Mayor transparencia en precios.**
- b) Costos de transacción menores.**
- c) Certidumbre en inversiones.**
- d) Intensificación de la competencia.**

El hecho de que el euro a partir de 1998 se haya convertido en algo real, es uno de los sucesos más importantes y destacables del siglo pasado. El hecho de que quince países que son relativamente desarrollados, y uno de ellos sea cabeza de los antiguos imperios con monedas que se remontan a un millar de años hayan tomado la decisión de abandonarlas, a favor de un símbolo o más bien un signo monetario que sea identificado y validado a un nivel continental común, es algo que no tiene precedentes en la historia económica y monetaria universal.

Adicionalmente el Euro ha sido creado en medio de una gran oposición entre Europa y Estados Unidos, esto hace que el nacimiento represente todo un acontecimiento.

Las oposiciones teóricas y prácticas hacia el Euro fundamentalmente partían de hostilidades en diversos sentidos, pero la principal de ellas fue frente a los *tipos de cambio fijos entre las monedas*. Pero esto sería toda una sorpresa para las jóvenes generaciones, el poder darse cuenta que a lo largo de la mayor parte de la historia, los tipos de cambio fijos fueron fuertemente una regla, y los tipos de cambio flotantes una verdadera excepción. Dentro de esta dirección el gran cambio en cuanto a las actitudes se produjo por el año de 1971 cuando se deja del lado el patrón oro dentro del Sistema Monetario Internacional del Fondo Monetario Internacional (FMI), tal situación para el año de 1973 cuando el patrón dólar/oro y los cambios en el FMI rompió de manera definitiva.

Desde esta perspectiva se acaba con la disciplina monetaria, y los *tipos de cambio flotantes (de bandas)*, pasaron a ser una de las reglas fundamentales dentro de las economías desarrolladas, desatando así presiones inflacionarias a escalas mundiales, con el alza inesperada de los precios del oro y del petróleo. De esta manera se

convierte en una de las monedas dominantes del mundo y como consecuencia a ello emerge la integración Europea como una de las alternativas más adecuadas frente a los cambios flotantes. Y también como una alternativa política la cual ayudaría de manera tal que aseguraría una buena posición a Europa en el futuro monetario a nivel internacional.

Con la formación y llegada del Euro, el cual se encuentra manejado por manos del Banco Central Europeo (BCE), todos los países que son pertenecientes a la Euro zona poseen una política mejor que la que se presentaba anteriormente. Hace algunos años, observamos que Portugal, España, Italia y Grecia, mantenían *tasas de interés de dos dígitos*, ahora se encuentran por debajo del 5%, con grandes ahorros presupuestarios a causa de esa baja en el coste del dinero.

Observamos también que la euro-zona es un área única, y no hay oportunidades para cometer errores en la mezcla de las políticas tanto monetaria como fiscal, los bancos centrales nacionales de manera necesaria deben mantener una coordinación en sus acciones, la cual sea consistente con los equilibrios de la balanza de pagos, y también con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Euro zona, el cual pone los límites de manera estricta al oportunismo fiscal.

Esta claridad en el manejo de la política en la Euro zona, lleva a observar las mezclas que se hacen entre la política monetaria y fiscal realizada por algunos países como Japón, que hoy en día poseen déficits presupuestarios, junto con una política monetaria que ha contribuido de manera paulatina a la persistencia de la depresión durante muchos años.

También todos los países de la Euro zona puede decirse que tienen ahora una moneda de primera clase. El euro tiene más liquidez que ninguno de sus componentes originarios, a los cuales reemplaza con gran profundidad y flexibilidad. El tipo de cambio dólar/euro es el internacionalmente más citado en el mercado mundial, puesto que simplifica extraordinariamente la vida de los viajeros e inversores, al contribuir a una máxima transparencia de precios en Europa que no se recordaba desde los tiempos del Patrón Oro.

Otra gran ventaja de la moneda única consiste en que han eliminado los movimientos altamente especulativos de capital en la Euro zona, teniendo como consecuencia una fuerte disminución de la actividad dedicada a fondos de cobertura (hedging). Como igualmente contribuye la moneda única a una mayor disciplina salarial, al frenarse la espiral precios-salarios, desde el punto y hora en que los sindicatos se convencen de que los grandes aumentos salariales ya no son factibles al desaparecer la posibilidad de las devaluaciones competitivas.

Incluso los alemanes están obteniendo ventajas de la Euro zona, pues con anterioridad a la creación del euro, el DM [marco alemán] representaba una tendencia persistente a apreciarse de manera considerable, muy por encima de su paridad de poder de compra. Ahora, el declive del DM, ya dentro del euro, es una buena noticia, porque es necesario enfrentarse a la desaceleración global y a los efectos depresivos que en la economía planetaria está teniendo el ataque terrorista a EEUU del martes negro del 11 de septiembre, que ha significado una especie de impuesto universal a favor del propio terrorismo.

A mayor abundamiento, el BCE asegura políticas macroeconómicas correctas dentro de la Euro zona, si bien es preciso destacar que estando como está coordinada la política monetaria dentro de ella, todavía es muy débil la coordinación en el área fiscal. Así las cosas, en Estados Unidos es más sencillo para el Gobierno Federal promover un paquete de estímulos a fin de compensar la desaceleración global, de lo que sería tal propósito en Europa.

Con todo, la Unión Monetaria (UM), siendo un gran avance, no es la panacea. Entre otras cosas, porque en las últimas décadas Europa se ha provisto de una gran masa de regulaciones excesivas, distorsiones fiscales, y subsidios de todas clases, que ha contribuido a aumentar el desempleo más allá de lo que es social y eficientemente aceptable; reduciendo el crecimiento económico por debajo de su potencial, y dificultando la penetración de la Nueva Economía basada en la información y en la tecnología. A ese respecto, la UE sólo podrá alcanzar su potencial si adopta medidas de política del lado de la oferta, para restaurar la salud de su sector privado.

Observamos que, desde un inicio una política monetaria única guiada por un claro objetivo antiinflacionario traería conjuntamente estabilidad de precios, un logro valioso para algunos de los países de la Unión Europea.

Existen tres elementos que permiten sobrellevar los shocks asimétricos de acuerdo a la teoría de las áreas monetarias óptimas:

- a) Movilidad del trabajo, los trabajadores del país (o región) afectado deben desplazarse libremente hacia otros países (regiones o sectores).
- b) Flexibilidad de precios y salarios, ya que el país o región debe tener la capacidad de ajustar precios en respuesta al shock.
- c) La existencia de algún mecanismo automático de transferencia fiscal de recursos hacia el país o región afectado.

Las tasas de interés más bajas y estables, al reducirse la tasa de inflación, al eliminarse el riesgo cambiario dentro de la eurozona por la vía de la suspensión de los tipos de cambio, y al crearse una moneda más fuerte y menos volátil frente al resto de las monedas del mundo, quedan sentadas las condiciones para que estas tasas de interés sean más reducidas y estables. La consecuente reducción en el costo del crédito y en general, la mayor estabilidad macroeconómica, estimularán la inversión productiva y el crecimiento económico en la mayoría o en todos los países de la zona.

Con todos estos se tiene un blindaje contra ataques especulativos. El euro cuenta con el respaldo de 15 economías Europeas –entre las que se encuentra la robusta economía Alemana-, por lo que presumiblemente le disputará al dólar su papel de moneda internacional dominante. Esto representará un importante blindaje financiero para las naciones de la Unión Monetaria y Económica Europea (UME), especialmente, para las naciones pequeñas, pues será mucho más difícil orquestar un ataque especulativo contra el euro que contra cualquiera de las monedas nacionales que han sido reemplazadas por este.

La eliminación de la volatilidad cambiaria al interior de la zona Euro constituye un factor importante a pesar del desarrollo de los instrumentos derivados, particularmente, de los instrumentos de cobertura de riesgos cambiarios, dejando al descubierto, otros riesgos, como: riesgo sistémico, riesgo de crédito, riesgo a la

liquidez y riesgo legal. Esto se debe a que dichos instrumentos no estén exentos de costo, el acceso a los mismos no es universal (por ejemplo, las pequeñas y medianas empresas no pueden acceder fácilmente al mercado de contratos anticipados), y en plazos muy largos no siempre es posible contar con cobertura. De allí que la UME traiga consigo indudables beneficios, pues facilitaría el intercambio de bienes y servicios, las transferencias de capital, y hasta la movilidad de la mano de obra dentro de la zona monetaria común.

Finalmente, los beneficios de la mayor estabilidad cambiaria recaerán en mayor medida sobre los países pequeños cuyas monedas no tenían la categoría de monedas internacionales, por lo que eran menos utilizadas en operaciones foráneas y –en algunos casos- tendían a ser mayormente volátiles. Asimismo, una moneda más estable beneficiará en mayor grado a las empresas pequeñas y medianas que realicen transacciones internacionales. Ello se debe a que, a diferencia de las grandes corporaciones, dichas empresas por lo regular no pueden acceder al mercado de contratos anticipados ni cuentan con personal especializado para administrar los riesgos cambiarios a que están expuestas.

### **II.3 COSTOS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA**

La formación de un Área Monetaria Única, también impone costos, especialmente si los cambios en la tasa de interés afectan de manera diferente a las diversas economías. Los beneficios, también deben ser evaluados en relación a la pérdida de dos instrumentos de política monetaria nacional así como de la posibilidad de la modificación del tipo de cambio.

La pérdida de estos instrumentos es particularmente alarmante ya que cuando un país o región sufre un shock negativo y asimétrico, es decir, que afecta de manera diferente que al resto del área monetaria, ya que no podrá responder mediante una flexibilidad en la política monetaria o en la devaluación de la moneda.

Como podrá verse, la Unión Económica y Monetaria Europea (UME) entraña costos tanto reales como potenciales. Los costos reales son de largo plazo; por ahora centremos la atención en los costos potenciales, es decir, a aquellos que podrían

materializarse o no dependiendo de las coyunturas que se presenten y de las medidas preventivas que se tomen. Entre los costos más importantes de la Unión Económica y Monetaria Europea (UME) se encuentran los siguientes:

- a) Una política monetaria común podría resultar inadecuada para ciertos países en determinadas coyunturas. Una importante desventaja potencial de la Unión Económica y Monetaria Europea (UME) radica en la renuncia de los países afiliados a ejercer una política monetaria independiente. No obstante que las naciones de la Unión Económica y Monetaria Europea (UME) han avanzado mucho en la conformación de un mercado común –caracterizado por la libre movilidad de bienes, servicios, capital y mano de obra-, que sus lazos comerciales son cada vez más estrechos, y que a consecuencia de esto hay una ostensible correlación entre sus ciclos económicos, todavía no puede afirmarse que los ciclos económicos de las naciones de la Unión Económica y Monetaria Europea (UME) sean totalmente simétricos; es decir, que ingresen de manera sincronizada a las fases de expansión y recesión económica dentro del ciclo y que la duración y profundidad de dichas fases sean similares en todos los casos.

Por esta razón, las necesidades de la política monetaria de los países de la Unión Económica y Monetaria Europea (UME) podrían llegar a discrepar marcadamente. En particular, la ocurrencia de un choque asimétrico, esto es, de un choque de oferta o de demanda con efectos considerablemente más severos en unas naciones que en otra, podría derivar en necesidades divergentes de la política monetaria. En un escenario como el descrito, las naciones cuyo nivel de actividad económica se viera mayormente afectado requerirían de una política monetaria expansiva, pero esta política podría derivar en presiones inflacionarias en el resto de las naciones.

Otra amenaza potencial es que frente a las mismas medidas de política monetaria, una o dos economías de la Unión Económica y Monetaria Europea (UME) respondan de manera diferente debido a que probablemente una de ellas sea mayor (o menor) sensitiva a la demanda agregada ante cambios en la tasa de interés. Puede ocurrir también que frente a las mismas medidas de política cambiaria, algunas economías reaccionen de manera distinta debido a una mayor (o menor) sensibilidad de los precios domésticos (e incluso del nivel de actividad

económica) ante movimientos en el tipo de cambio del euro frente al dólar americano. Lo anterior podría derivar en fenómenos de sobre reacción en algunas economías frente a las mismas medidas monetarias y cambiarias, y haría más difícil el cambio hacia la convergencia cíclica.

Finalmente se considera que una mayor integración económica dentro de la UME podría derivar en un grado de especialización de cada país en la esfera productiva, con lo que los ciclos económicos de dichas naciones se tomarían menos sincrónicos.

#### **II.4 ANOTACIONES FINALES.**

A lo largo de este capítulo observamos como es que la unificación monetaria en Europa ha llevado un largo proceso, así como grandes ventajas para los países integrantes de la unión. Todo ello a la postre de la generación de una moneda única la cual a la vez de que representa ventajas trae consigo costos.

Ahora damos paso a la Unificación Financiera como tal, dando explicación a los riesgos que se corren por la generación y uso de una moneda única. De la misma manera tratamos de exponer los beneficios de la unión financiera y de la reducción de los riesgos que en el primer apartado siguiente revisaremos.

## **CAPÍTULO III RIESGO SISTÉMICO, RIESGO DE CRÉDITO, RIESGO DE LIQUIDEZ Y RIESGO LEGAL.**

Toda unión conlleva un riesgo, por ello los riesgos que se dejan expuestos por la formación de una moneda única en Europa son altos, estos son Riesgo Sistémico, Crediticio, Liquidez y Legal. Estos riesgos serán abatidos cuando se lleve a cabo una unificación financiera como tal. Es por ello que el siguiente apartado se explica a detalle todos estos con el fin de que al llevarse a cabo la unificación financiera se minimicen al máximo tales riesgos.

El ***riesgo es derivado de la volatilidad de los mercados financieros y de crédito.*** Es caracterizado por pérdida potencial acerca de los rendimientos futuros de un activo.

El riesgo debe entenderse en sentido amplio, incluyendo la posibilidad de que los resultados financieros sean mayores o menores de los esperados. Existe la posibilidad de que los inversores realicen apuestas financieras *en contra* del mercado, movimientos de éstos en una u otra dirección pueden generar tanto ganancias o pérdidas en función de la estrategia de inversión.

### **III.1 PROCESOS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN**

El proceso de compensación y liquidación de valores conllevan riesgos tanto para sus participantes como para el sistema en su conjunto. Los más importantes, no los únicos, son los que se describen a continuación:

#### ***a) Riesgo sistémico***

Es el riesgo de que el fallo de una entidad en cumplir con las obligaciones asumidas en la contratación afecte a otras entidades, de forma que los incumplimientos se sucedan, llegando a afectar a una parte sustancial del sistema financiero de un país o incluso de varios países. El contagio puede producirse por tres vías principales. La primera es el encadenamiento de posiciones entre entidades, que puede provocar que el incumplimiento de una entidad, o su retraso, lleve a la contraparte a incumplir sus propios compromisos, y así sucesivamente. En segundo lugar, la existencia de

problemas en el sistema de compensación y liquidación de valores puede paralizar la contratación de uno o más mercados y esto, a su vez, realimentar el proceso, generando problemas de liquidez a otras entidades. Por último, la tercera vía de contagio es consecuencia de que el sistema de compensación y liquidación de valores se encuentra conectado con el sistema de pagos de varias formas: por una parte, la liquidación de valores conlleva una liquidación de efectivo; por otra, en muchas ocasiones, los sistemas de pagos obligan a asegurar los créditos que implícita o explícitamente conceden, mediante garantías de valores. El riesgo sistémico tiene su origen principalmente en el riesgo de crédito o, en menor medida, en el riesgo de liquidez, aunque también podría generarse por otros riesgos.

### ***b) Riesgo de crédito<sup>1</sup>***

Es el riesgo de que algún participante incumpla los compromisos de entrega o pago asumidos en la contratación, en especial por su insolvencia. Este riesgo se puede materializar en una fase anterior a la de liquidación o en la propia liquidación en sentido estricto. En el primer caso, se denomina *riesgo de reposición*, ya que, al no llevarse a término la liquidación, existe el riesgo de que se pierdan ganancias no realizadas. La entidad cuya contraparte ha fallado debe buscar en el mercado otra entidad que desee actuar de contrapartida. El riesgo de reposición se materializa en la diferencia de precio entre el acordado en primera instancia con la entidad fallida y el que se acuerde con la nueva contraparte. Como el riesgo de coste de reposición produce pérdidas o ganancias cuando el precio se mueve<sup>2</sup>, es asumido tanto por el comprador como por el vendedor del valor. El comprador sufre pérdidas por el riesgo de reposición si el precio sube, y el vendedor si el precio baja. Obviamente, con todo lo demás constante, este riesgo de reposición puede disminuir si se reduce el tiempo que transcurre entre la contratación y la liquidación final.

En segundo lugar, el riesgo de crédito puede producirse en la fase de liquidación en sentido estricto. Si, en esta fase, una entidad se declara insolvente, para su contraparte se ha materializado un *riesgo de principal*; es decir, todo el importe de la transacción está en riesgo. Es una situación en la cual una entidad ha entregado los valores vendidos, pero no va a recibir su pago; o ha efectuado el pago, pero no va a

---

<sup>1</sup> Ante la falta de una terminología generalmente aceptada, se ha optado por la clasificación y descripción de riesgos propuesta en CPSS (1992, 1995 y 2001). En otras fuentes, este riesgo se denomina de contraparte.

<sup>2</sup> Aunque la entidad afectada pudiera realizar la transacción al mismo precio que había acordado con la entidad fallida, habrá transcurrido algún tiempo, durante el cual podría haber realizado otras operaciones.

recibir los valores comprados. Este riesgo de principal puede generar pérdidas de elevada magnitud en las entidades afectadas, de forma que puede provocar una crisis sistémica si se llegan a producir fallidos en cadena.

El mecanismo más eficaz y más habitual para mitigar el riesgo de crédito consiste en que el sistema implante el principio de «entrega contra pago», con el que solo se entregan los valores si se produce su pago, y a la inversa. Hay diversas fórmulas por las que los sistemas de compensación y liquidación de valores existentes establecen la entrega contra pago. Algunas de ellas, aunque reducen el riesgo de principal de la contraparte, implican que, durante el período de tiempo que transcurre hasta que la liquidación es irrevocable (o final), el sistema funciona concediendo créditos, implícitos o explícitos, a los que se traslada el riesgo de principal.

En estos casos, si alguna liquidación llega a revocarse en el tiempo anterior a haber alcanzado el carácter de final o irrevocable, puede ser necesario deshacer transacciones en cadena, lo que nuevamente puede provocar problemas a alguna entidad o al sistema en su conjunto.

### ***c) Riesgo de liquidez***

Considera la posibilidad de que el vendedor o el comprador del valor no puedan cumplir con su compromiso en el momento acordado, de forma que, aunque exista entrega contra pago, la parte afectada pueda tener que recurrir a otras operaciones para solventar el desfase temporal hasta que, en un momento posterior, se pueda finalizar la liquidación. Así, por ejemplo, si el afectado es el vendedor, puede tener que pedir prestado dinero o vender otros valores para poder liquidar otras transacciones. A su vez, si el afectado es el comprador, puede verse obligado a contratar un préstamo de valores por las mismas razones. Por tanto, ambos participantes están expuestos a un riesgo que puede ocasionar pérdidas, que dependen de la liquidez del mercado de valores o del de créditos en ese momento. Lógicamente, este riesgo tiene peores consecuencias en situaciones de iliquidez en los mercados, puesto que aumenta el coste de la cobertura temporal. También pueden aumentar las consecuencias negativas de este riesgo en momentos de elevada volatilidad, ya que, por una parte, pueden producirse movimientos de precios o de tipos de interés más intensos y probables; por otra, en particular si no existe entrega contra pago, aumenta la preocupación de las entidades ante posibles retrasos de sus contrapartes, lo que

puede provocar que aquellas entidades demoren, a su vez, el envío de los valores o su pago, causando los correspondientes problemas.

#### ***d) Riesgo legal***

En materia de liquidación de valores, este riesgo aparece cuando hay alguna contradicción entre las normas o prácticas del sistema de compensación y liquidación y las leyes del país, especialmente en relación con los derechos de propiedad. Este riesgo se materializa cuando los contratos se convierten en ilegales o no exigibles, como consecuencia de una aplicación de las leyes no esperada, ya sea porque hay términos del proceso de compensación y liquidación sobre los cuales no hay claridad o unanimidad en su tratamiento legal, o bien porque están implicadas leyes contradictorias de distintos países.

El riesgo legal es el más importante, al existir una moneda única (la cual es aceptada como medio de pago y depósito de valor), para la compensación y liquidación de valores. Al tener una moneda única se resuelve el problema de tipo de cambio entre los diversos países que conforman la unión, al menguar este problema el cual es uno de los más importantes quedan de a flote los demás riesgos que se han mencionado anteriormente.

Dichos riesgos podemos corregirlos con la unión financiera, la cual involucra la coordinación y unificación de legislación y políticas (monetaria y fiscal) de los países que conforman la unión.

### **III.3 DE LA UNIÓN MONETARIA A LA UNIÓN FINANCIERA**

En 1957, con el Tratado de Roma, los padres fundadores de la Unión Europea (UE) iniciaron la creación de un mercado común en el que bienes, servicios, personas y capital pudieran circular libremente. El impulso hacia la integración financiera comenzó en serio en los años ochenta, con la apertura de las cuentas de capital y la introducción de la licencia bancaria única. Aunque el mercado único se completó oficialmente a finales de 1992, los obstáculos a la actividad transfronteriza, incluidos los servicios financieros, eran aún importantes. La introducción del euro en 1999 supuso un nuevo impulso para la integración financiera al eliminar los costos

relacionados con el tipo de cambio y los riesgos de las operaciones financieras internacionales. Desde entonces, el progreso ha sido más difícil de lo esperado.

El enfoque de las autoridades europeas con respecto a la integración ha sido pragmático; han identificado y eliminado obstáculos concretos y han dejado en manos de los participantes en el mercado lograr que la integración sea una realidad. Este pragmatismo se debe a la complejidad de las tareas pendientes y al hecho de que no se consideren políticamente factibles las soluciones radicales, como por ejemplo un único sistema europeo jurídico, normativo y de supervisión. Hasta ahora, este enfoque ha funcionado bien porque se han superado muchos de los obstáculos puramente técnicos, lo que ha llevado a importantes beneficios en términos de abaratamiento del capital y a mejores servicios para empresas y consumidores. Pero las barreras que aún quedan para lograr la integración financiera plena son enormes y para eliminarlas será necesario un firme compromiso político.

La integración financiera permite que los inversores traten de obtener mayores rendimientos y menores riesgos gracias a la diversificación y que los prestatarios consigan financiamiento menos costoso y más seguro en mercados financieros más desarrollados y completos. Los beneficios para los consumidores y las empresas son inmediatos y la interacción con otros avances económicos, como la innovación tecnológica, debería dar lugar a una aceleración de la productividad y del crecimiento económico. Sin embargo, estos efectos dinámicos son difíciles de separar, modelar y cuantificar. Por tanto, la mayoría de los estudios sobre los beneficios de la integración financiera se limitan a cuantificar efectos estáticos. Por ejemplo, en London Economics (2002, 2005) se calcula que la reducción de los costos financieros de las empresas como consecuencia de la integración de los mercados de bonos, bursátiles y bancarios aumentaría el PIB real de la UE

1,1% y el empleo 0,5% (es decir, aproximadamente un millón de nuevos puestos de trabajo), y que una mayor integración de los mercados hipotecarios europeos podría suponer un beneficio neto del 0,9% del PIB en los 10 primeros años. En un intento por cuantificar los efectos dinámicos, en Giannetti *et al.* (2002) se calcula que una integración que llevara a un nivel de desarrollo financiero de la UE equivalente al de Estados Unidos elevaría la tasa de crecimiento de la industria manufacturera europea cerca de 1 punto porcentual anual. Aunque es probable que todos los países

miembros de la UE se beneficien de la integración, ganarán más los que inicialmente tengan sistemas financieros menos desarrollados, en concreto los nuevos Estados miembros.

La integración financiera no aporta solo beneficios, también permite que los shocks se transmitan más fácilmente de unos países a otros. Por tanto, un marco de estabilidad financiera eficaz e integrado es un complemento imprescindible para un mercado financiero integrado.

### **III.3 SITUACIÓN ACTUAL.**

En conjunto, Europa ha avanzado mucho en la creación de un mercado único de *servicios financieros al por mayor*, que abarcan desde los mercados de capital a la oferta de servicios financieros a grandes clientes de los sectores público y privado. Los proveedores de servicios financieros, sus mayores clientes y los inversionistas institucionales ahora operan básicamente a escala europea (si no mundial). Las actividades financieras europeas al por mayor están cada vez más concentradas en unos pocos centros financieros, de los que Londres es el más importante. En varios mercados, la integración ha causado un rápido desarrollo en términos de cantidad y calidad de los servicios ofrecidos. La banca de inversiones, por ejemplo, está casi plenamente integrada, es muy competitiva y muy compleja, en parte por el buen hacer y la presión competitiva que han aportado las instituciones de Estados Unidos. Los mercados de bonos públicos y empresariales están más desarrollados y son más líquidos desde la unión monetaria, lo que contribuye a los niveles bajos sin precedentes de los actuales diferenciales de los rendimientos de los bonos emitidos por diferentes gobiernos.

A escala mundial, la emisión de bonos denominados en euros es, en estos momentos, equivalente a la de bonos en dólares. Por último, los rendimientos de los mercados bursátiles están cada vez más correlacionados, lo que refleja un aumento de los flujos internacionales de inversión de cartera y de las estrategias de inversión, así como un avance en la integración económica real.

Pero, incluso a nivel mayorista, unos mercados financieros están menos integrados que otros. Las diferencias en las legislaciones han retrasado la integración de los

mercados de instrumentos con garantía, como por ejemplo los títulos respaldados por activos, y la continua fragmentación de los sistemas europeos de compensación y liquidación, que aseguran el pago y la transferencia de la propiedad cuando se alcanza un acuerdo, han dificultado la integración de los mercados de valores. Aunque varios mercados bursátiles se han fusionado, dando lugar a entidades transnacionales como Euronext y OMX (en los países nórdicos y bálticos), o han aumentado su grado de cooperación, como por ejemplo el mercado de derivados Eurex (propiedad de las bolsas de Alemania y Suiza), prevalecen los mercados nacionales y el comercio internacional sigue siendo más caro y menos frecuente que las transacciones nacionales.

Sin embargo, *los mercados financieros minoristas* de la UE, que proporcionan servicios financieros a sus casi 460 millones de consumidores, siguen fragmentados y están rezagados respecto a los servicios financieros al por mayor, aunque se benefician de la integración de los mercados mayoristas. Entre los aspectos positivos están la rápida expansión de los bancos de Europa occidental hacia Europa central y oriental y la formación de grandes conglomerados financieros por parte de instituciones de países más pequeños. También parece que aumenta el ritmo de consolidación en el sector bancario: recientemente se han efectuado varias adquisiciones y fusiones internacionales de gran envergadura, lo que mejora el clima para que se lleven a cabo esas operaciones. Pero en conjunto, las barreras nacionales a las operaciones bancarias transfronterizas desaparecen muy lentamente. Algunos países miembros aún favorecen a los “campeones nacionales” o mantienen en un grado importante la propiedad pública de las instituciones financieras. Y los bancos que operan a través de las fronteras todavía deben emplear muchos recursos en adaptar sus productos minoristas a los mercados nacionales debido a las diferencias en las disposiciones sobre la protección de los consumidores, las legislaciones contractuales y la tributación. Estas dificultades han llevado a los bancos a contar más con filiales extranjeras que con sucursales a la hora de organizar sus actividades transfronterizas, renunciando así a importantes rendimientos.

### **III.4 OBSTÁCULOS PENDIENTES**

Dos de los principales prerequisites para lograr la plena integración financiera son un mayor desarrollo de los mercados de capital de la UE y un sistema prudencial adaptado a un mercado integrado con transacciones financieras cada vez más complejas.

**Retos del mercado de capital.** El desarrollo del mercado de capital tendría importantes efectos indirectos en la integración financiera de otros mercados. Con respecto al tamaño de sus economías, los mercados de capital de la UE son mucho más pequeños y los balances bancarios mucho mayores que los de Estados Unidos (véase el cuadro). Por ello, a menudo se considera que el sistema financiero de la UE está basado en la banca y el de Estados Unidos en el mercado. Sin embargo, esta distinción no es tan clara. Excepto por el volumen de sus balances y, en menor medida, por el número de sus sucursales, los dos sistemas bancarios son igual de importantes. Los bancos estadounidenses tampoco prestan menos que los europeos, pero sí titularizan una parte mucho mayor de sus créditos y, de este modo, los retiran de sus balances.

Los mayores balances bancarios y los menores mercados de capital de Europa son, por tanto, fenómenos directamente relacionados. Los bancos de la UE son también menos rentables que los estadounidenses. En un estudio del FMI (2005) se señala que esta menor rentabilidad no es resultado de una mayor competencia. Probablemente se deba a que los bancos de la UE están menos especializados en actividades con un alto valor añadido. Mientras los bancos de Estados Unidos trasladan los riesgos estandarizados a los mercados mediante la titularización y gestionan ellos mismos riesgos no estandarizados más rentables, los bancos europeos mantienen el grueso de sus activos en su contabilidad. En parte, lo hacen así porque los mercados de capital son incompletos o están más fragmentados y menos desarrollados. Por ejemplo, los préstamos hipotecarios en Estados Unidos están en su mayoría titularizados (con títulos de garantía hipotecaria) y colocados en un mercado muy activo que atrae a inversores mundiales. Pero en la UE, cuando existen, los marcos jurídicos (y por tanto los mercados) para la titularización de los préstamos hipotecarios son específicos de cada país. Estas limitaciones del mercado de capital dificultan a su vez la integración de los mercados bancarios minoristas y, esencialmente, de las economías nacionales.

En conjunto, los datos parecen indicar que hay margen considerable para mejorar la simbiosis entre los mercados bancarios y de capital mediante un mayor desarrollo de estos últimos. Sin embargo, para lograrlo habrá que vencer importantes obstáculos, entre ellos, las diferencias en el trato jurídico y judicial de las garantías y la necesidad de aumentar y mejorar las infraestructuras del mercado financiero integrado (en particular los sistemas de pago y de compensación y liquidación de títulos).

***Retos del sistema prudencial.*** Al integrarse los mercados y las políticas económicas, las instituciones financieras se conectan a través de las fronteras, crecen en tamaño y complejidad y son cada vez más sensibles a los shocks comunes. En un estudio del FMI (2005) se señala que, a pesar del aumento de las oportunidades para la diversificación, los perfiles de riesgo de los grandes bancos y compañías de seguros europeos no han mejorado. Esto parece indicar que el efecto beneficioso de la diversificación ha sido compensado por una mayor asunción de riesgos. También ha habido una convergencia en los perfiles de riesgo de los distintos países y, según los datos disponibles, esto se debe principalmente a la mayor exposición a shocks financieros comunes.

### **III.5 ANOTACIONES FINALES.**

En este capítulo revisamos el camino que se recorrería para llegar a la Unificación Financiera, la cual ayuda en la minimización de costos y riesgos, de la misma manera mostramos un panorama general en el cual se plantea la situación actual de Europa y los retos a vencer de la misma, por parte del gobierno así como por parte de las instituciones financieras. Por ello queda demostrado que al llevarse a cabo la Unificación Financiera, quedaría resuelto el problema de los riesgos adquiridos por la unión monetaria.

## **CAPÍTULO IV. CONCLUSIONES.**

El proceso de globalización de las actividades, políticas y sociales se refiere a una nueva fase del desarrollo capitalista, que responde a las necesidades de los capitales de redefinir y recrear sus espacios de valorización y acumulación.

La extraordinaria movilidad del capital, de su tremenda fuerza expansiva cuando se le abandona su propio dinamismo que combinada a la dimensión local con la proyección global profundiza a los espacios nacionales.

Como se ha visto, la UME se inspira en la idea de que existe un ciclo económico internacional que se debe, por una parte a que los niveles de actividad económica y empleo se transmiten entre los países a través del intercambio comercial y de los movimientos de capital, y por otra parte, a que con frecuencia ocurren perturbaciones –como desarrollo tecnológico o fluctuaciones en los precios del petróleo- que afectan de manera análoga a un conjunto de países y los llevan a instrumentar medidas similares de política económica.

Los objetivos fundamentales de la instauración del Euro como moneda única Europea son los siguientes:

- a) **Orden Geoestratégico:** El capital francés y alemán están interesados en salvaguardar la alianza ante la fragmentación causada por las tendencias de cada uno para si provocadas por las divergencias de los intereses.
- b) **Técnicos:** Permite ahorrar los gastos de de transacción entre las divisas y borrar las incertidumbres ligadas a los cambios entre monedas flotantes (seguridad contra las fluctuaciones monetarias). Al ser los demás países de Europa el destino y origen principal de los intercambios comerciales de cada uno de ellos, el mantenimiento de diferentes monedas nacionales era un elemento de incremento de los gastos de producción frente a la competencia de Estados Unidos y de Japón. El paso a la moneda única no ha sido sino la continuación natural de la integración económica. Cada día quedaban menos argumentos económicos para mantener monedas nacionales diferentes en el mercado, cuando ya muchas reglamentaciones estaban ampliamente unificadas.

- c) Cada uno de estos componentes sólo participa en el proceso en función de sus intereses propios de cada uno de los países que conforman la unión.

Con todo esto, surge la cuestión de cómo gestionar los riesgos transfronterizos para la estabilidad financiera en un mercado financiero integrado. Una solución natural sería instituir un supervisor único que contara con el apoyo de una red descentralizada encargada de controlar in situ las actividades de grandes instituciones y de supervisar las instituciones locales y regionales.

Algunos participantes en el mercado han propuesto unir a los supervisores nacionales ya existentes en esa estructura doble, de forma parecida a cómo se unieron los bancos centrales y el Banco Central Europeo (BCE) en el Sistema Europeo de Bancos Centrales. Sin embargo, los responsables de formular las políticas y los supervisores nacionales han sido reacios a transferir al nivel europeo cualquier competencia en materia de supervisión.

Esta reticencia se debe en parte al deseo de mantener las instituciones existentes pero también obedece a cuestiones fundamentales acerca de qué responsabilidades nacionales quedarían en un entorno supranacional con respecto a la estabilidad financiera y la organización del respaldo a los prestamistas de última instancia, las garantías de depósito y las deudas tributarias. La supervisión de las instituciones financieras transfronterizas y la gestión de las crisis dependen de la cooperación y el intercambio de información entre los organismos nacionales.

El principio básico es que los países de origen supervisen las sucursales de sus bancos en el extranjero y lleven a cabo una supervisión consolidada de los grupos bancarios transfronterizos y que los países receptores supervisen las filiales de los bancos extranjeros. Por ejemplo, si las actividades de un banco alemán en Londres se realizan en una sucursal, las supervisa el Bafin, el organismo de supervisión alemán, pero si las realiza una filial, las supervisa el organismo británico Financial Services Authority. En ambos casos, Bafin supervisaría la asunción de riesgos consolidada a nivel de grupos bancarios. El proceso Lamfalussy busca la convergencia de las prácticas normativas y de supervisión, que también será impulsada por la adopción en

toda la UE de Basilea II, el Nuevo Acuerdo de Capital aprobado en 2004 por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. Este enfoque descentralizado no está probado en términos de tensión financiera real y puede verse afectado por la creciente tensión entre los mercados en rápida evolución y el deseo de mantener las instituciones existentes. Es muy importante aumentar la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades prudenciales y el BCE, lo que podría facilitarse si se centralizara la información actualizada sobre grupos financieros clave en una base de datos común.

Para completar el proceso de integración financiera habrá que dar respuesta a varias cuestiones políticas básicas, lo que, a su vez, hará necesario el compromiso político. Tal vez, la tarea más urgente sea la integración de los sistemas de pago y de compensación y liquidación. También habrá que vencer los obstáculos impositivos y legales para permitir una integración plena de los mercados minoristas y una simbiosis óptima entre los mercados de capital y los sistemas bancarios. Y debe seguir debatiéndose la cuestión de qué constituye un marco de estabilidad financiera óptimo para un mercado europeo integrado. No se trata de elegir entre un marco centralizado o descentralizado, sino de ver cuál es el grado de centralización que proporcionará a Europa las mejores herramientas para gestionar los riesgos para su estabilidad financiera sin obstaculizar el propio proceso de integración.

El verdadero reto ha consistido en sostener la Unión Monetaria, y no en crearla. Europa no es un estado Federal, a diferencia de Estados Unidos. No existe un gran presupuesto central que absorba las perturbaciones económicas y redistribuya los recursos para hacer frente a esas perturbaciones. Además, los países miembros tienen regímenes tributarios y presupuestos distintos, la movilidad de la mano de obra ya no es tan limitada como hace algunos años entre los países de la unión.

Por consiguiente, lo que sucede, la moneda única trae consigo grandes beneficios así como riesgos. El Euro trae consigo dejar al descubierto riesgos que nos se tomaron en consideración en un inicio, los cuales perjudican al mercado (principalmente al mercado de inversión, legales, etc.), los anteriores pueden aminorarse con una unificación financiera y de política monetaria abatiendo riesgos y a su vez asegurando una tasa de interés.

## BIBLIOGRAFÍA.

- Ahijado, Quintillan y Navascues Miguel. "Lecturas sobre Union Económica y Monetaria Europea: Uniones Históricas y Áreas Monetarias Óptimas".
- Alesina, A. y Grilli, V.U. (1991). "The European central bank: reshaping monetary politics in Europe" en CEPR, *Discussion Paper series*, núm. 563, London: Centre for Economic Policy Research.
- Backus, D. y Kehoe, K. (1992). "International evidence on the historical properties of business cycles" en *American Economic Review*, núm. 82, pp. 864-888.
- Baimbridge, M., Burkitt, B. y Whyman, P. (editores) (2000). "*Introduction: an overview of European monetary integration*", en *the impact of the euro: debating Britain's future*, EUA: St. Martin's Press, Inc.
- Barro, R. y Gordon, R. (1983). "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy" en *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, núm. 1, pp. 101-21.
- Barro, Robert J. and D. B. Gordon (1983), "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, July 1983.
- Bologna-Claremant. "International Monetary Conference".
- Chapoy Bonifaz, Alma. "Hacia un Nuevo Sistema Monetario Internacional". Colección Jesús Silva Herzog.
- Euro area, report on observance of standards and codes: assessment of observance of the International Monetary Found code of good practices and transparency in monetary and financial policies monetary and payment system oversight. FMI.
- Giannetti, Mariassunta, Luigi Guiso, Tullio Jappelli, Mario Padula y Marco Pagano, 2002, "Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth", Economic Paper No. 179 (Bruselas: Dirección General de Asuntos. Económicos y Financieros de la Comisión Europea).
- González Sebastián, Altina y López Pascual Joaquín. "Gestión Bancaria: Los Nuevos Retos en un Entorno Global". Mc Graw-Hill.
- Ingram, C. James (1969), 'Comment: The Currency Area Problem', in Mundell, A. Robert and A. K. Swoboda (e) (1969), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: The University of Chicago Press.
- International Monetary Fund (1997), *World Economic Outlook.*, Washington: International Monetary Fund, Washington, October. <http://www.imf.org>

- Kenen, B. Peter (1969), 'The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View.', in Mundell, A. Robert and A. K. Swoboda (e), *Monetary problems of the international economy*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Keohane, Robert O. y J. Nye (1988), *Poder e interdependencia. La política mundial en transición.*, Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano.
- Kindleberger, Charles P. (1986), 'International public goods without international government.' *American Economic Review* no. 76, pp. 1-13.
- Krugman, Paul R. (1993), "Lessons of Massachusetts for EMU", in Torres, F. y F. Giavazzi (e), *Adjustment and growth in European Monetary Union*, Cambridge, MA: Cambridge University Press.
- Krugman, Paul R. "El Internacionalismo Moderno: La Economía Internacional y las Mentiras de la Competitividad". Grijalbo Mondadori.
- Levi, Maurice D. "Finanzas Internacionales: Un Estudio de los Mercados y de la Administración Financiera". Mac Graw-Hill. Madrid México.
- London Economics, 2002, "Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets". 2005, "The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets".
- Meade, J. E. (1955), 'The case for variable exchange rates', *Three Banks Review*, September.
- Mundell, Robert. "Teoría Monetaria". Amorroutu Editores.
- Mundell, A. Robert (1996), 'Updating the agenda for monetary union', in Blejer, Mario I. et al (1997), *Optimum currency areas. New analytical and policy developments*, Washington: International Monetary Fund, pp. 29-48.
- Mundell, A. Robert (1997), 'A Theory of Optimum Currency Areas.' *The American Economic Review*, vol. LI, no. 4, November, pp. 509- 517. Reprinted in Blejer, Mario I. et al (1997), *Optimum Currency Areas. New Analytical and Policy Developments.*, Washington: International Monetary Fund, pp. 17-28.
- Muñiz, Joaquín. "La Unión Económica y Monetaria de la Comunidad Económica Europea y su Futuro".
- Mussa, Michael et al (2000), *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy.*, Washington: International Monetary Fund.
- Obstfeld, Maurice and K. Rogoff (2000), the six major puzzles international macroeconomics: is there a common cause? NBER WP 7777, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

- Pakko, Michael R. and H. J. Wall (2001), 'Reconsidering the trade-creating effects of a currency union', *Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis*, September/October 2001, 37-45.
- Salvatore, Dominick. "Economía Internacional". Mac Graw-Hill. Madrid México.
- Wim Fonteyne es Economista Principal del Departamento de Europa del FMI. Referencias: Comisión Europea, 2005, "White Paper—Financial Services Policy 2005–2010" (Bruselas).

