

Integración monetaria y convergencia: Aspectos relevantes del debate*

María Isabel Campos López

Universidad de Valladolid

RESUMEN

En un contexto de integración internacional creciente es importante asegurar un mínimo de estabilidad para que las economías puedan realizar plenamente su potencial de crecimiento. En el ámbito europeo, la Unión Económica y Monetaria (UEM) surge como respuesta para alcanzar este marco más estable. El Tratado de Maastricht ha previsto una transición gradual que está supeditada al cumplimiento de unos criterios establecidos de convergencia nominal. Este trabajo resalta las contribuciones más relevantes que se han realizado, dentro de la Teoría de la integración monetaria, para definir una zona como Área Monetaria Óptima (AMO) y, si dichas contribuciones consideran como condición necesaria y suficiente el cumplimiento de los requisitos establecidos en Maastricht para formar una Unión Monetaria. Por último, se presenta el estado actual de los indicadores de convergencia nominal en los países de la Unión Europea.

* Departamento de Fundamentos del Análisis Económico. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. (Universidad de Valladolid). Avda. Valle Esgueva, 6, 47.011-Valladolid. Tfno: (983) 423392; Fax: (983) 423299. E-mail: maribel@eco.uva.es

** Agradezco los comentarios y sugerencias de Zenón J. Ridruejo y de los participantes del 3.º Encuentro Galego de Xóvenes Investigadores de Análise Económica, Vigo, 9-11 de Julio de 1997.

Palabras clave: Areas Monetarias Optimas, shocks simétricos-asimétricos, convergencia.

JEL: F36 – Financial Aspects of Economic Integration.

1. INTRODUCCIÓN

En un contexto de integración creciente a nivel internacional es importante asegurar un mínimo de estabilidad para que las economías puedan realizar plenamente su potencial de crecimiento. En el ámbito europeo, la Unión Económica y Monetaria (UEM) surge como respuesta para alcanzar este marco más estable¹. Puede considerarse como la meta del esquema cambiario instaurado por el SME, que con la aplicación de un sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables ha conseguido logros importantes en el mantenimiento de la estabilidad pero que, como los acontecimientos de principios de la década de los 90 han demostrado, es actualmente un sistema insuficiente para asegurar una mínima estabilidad entre los países comunitarios. Es decir, el SME cumplió entonces su principal objetivo al crear una zona de estabilidad monetaria en Europa², pero la experiencia de los últimos años refleja también que los intentos por conseguir una estabilidad global de los tipos de cambio no serán realistas si no se logra una mayor convergencia entre las políticas económicas de los países miembros.

Con la creciente globalización de los mercados monetarios y financieros surge lo que Padoa-Schioppa (1988) ha denominado el «*Cuarteto Inconsistente*»³. Es decir, la

¹ El tema monetario tuvo en los países comunitarios un carácter secundario tanto en la elaboración del Tratado de Roma como durante su primera década de funcionamiento. Sin embargo, posteriormente se ha convertido en un objetivo importante y decisivo de la evolución comunitaria. El artículo 2 del Tratado de la Unión Europea o Tratado de Maastricht de 1992 recoge este carácter prioritario.

² Autores como Artis y Taylor (1988), «Exchange Rates, Capital Controls and the EMS: an Assessing the Track Record»; Giavazzi, F.; S. Miccossi y M. Miller (eds), *The EMS*; Cambridge University Press; págs. 185-206; o como Gros y Thygesen (1992), «Towards Monetary Union in the European Community: why and how»; en Welfens, P.J.J. (ed), *European Monetary Integration*, Springer-Verlag, págs. 95-123, han comprobado que, aunque en los países miembros del SME se produjo un aumento de la variabilidad respecto al dólar americano, en lo que se refiere a los tipos de cambio efectivos globales, tanto nominales como reales, este efecto se vio compensado por la reducción en la variabilidad de los tipos de cambio en el interior del SME.

³ Padoa-Schioppa, T. (1988), «The European Monetary System: a long-term view»; en F. Giavazzi, S. Micossi y M. Miller (eds), *The EMS*, Cambridge University Press; Cambridge; págs. 369-384.

incompatibilidad entre la liberalización comercial, la plena libertad de movimientos de capital, los tipos de cambio fijos y la autonomía de la política monetaria. Para mantener los tipos de cambio irrevocablemente fijos hará falta renunciar a la autonomía de la política monetaria o a la plena libertad de movimientos de capital⁴. Según Eichengreen y Wyplosz (1993)⁵ la ausencia de controles de capital ha cambiado radicalmente las condiciones en las que se desenvuelve la política monetaria en los países comunitarios. La experiencia del SME durante la primera mitad de los años 90 es buena muestra de lo inestable que puede ser un sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables cuando los flujos de capital a corto plazo son la nota predominante de los mercados financieros internacionales y por lo tanto, las monedas del sistema pueden verse fácilmente sometidas a ataques especulativos⁶. Una Unión Monetaria puede aislar, en la medida de lo posible, a los flujos comerciales y a los activos nacionales de las fluctuaciones cambiarias que se producen cuando existen repentinas variaciones en los movimientos de capital. El Tratado de Maastricht ha previsto una transición gradual hacia la Unión Monetaria en Europa que está supeditada al cumplimiento de unos criterios establecidos de convergencia nominal. Debemos pues estudiar, en primer lugar, la teoría de la integración monetaria para comprobar si la Unión Europea es una zona o área monetaria óptima y, en segundo lugar, comprobar el cumplimiento de los criterios de Maastricht y si dicha exigencia se convierte en requisito necesario y previo para formar una Unión Monetaria.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA CONVERGENCIA

La posibilidad de constituir una Unión Económica y Monetaria en Europa ha recuperado e impulsado el interés académico por el análisis de los temas relacionados con la integración monetaria. Los primeros estudios se desarrollaron durante la década de los años 60 y comienzos de los 70 esencialmente de la mano de Mundell (1961), McKinnon (1963) y Kenen (1969)⁷. A esta literatura inicial se la conoce como la «*Teoría de las áreas o zonas monetarias óptimas.*»

⁴ R. Mundell señala también la incompatibilidad de las políticas monetarias independientes con tipos de cambio fijos y libre circulación de capitales y, lo denomina la «*Santísima Trinidad*» de las tres políticas: monetaria, de tipo de cambio y libertad de circulación de capitales.

⁵ Eichengreen, B. y C. Wyplosz (1993), «*The Unstable EMS*»; *Brookings Papers on Economy Activity*; vol. 1; págs. 51-143.

⁶ Johnson, C. y S. Collington (eds.) (1994), «*The Monetary Economics of Europe: Causes of the EMS Crisis*»; Printer Publishers; London.

⁷ Mundell, R.A. (1961), «*A Theory of Optimum Currency Areas*»; págs. 657-665.

Desde el último tercio de la década de los 80 se han desarrollado nuevos estudios sobre integración monetaria⁸. El interés se ha centrado en resaltar las cuestiones sobre credibilidad de la política económica y sobre la naturaleza y efectos de los shocks exógenos en los países participantes de un área monetaria óptima. De Grauwe (1996)⁹ denomina a esta corriente «Nuevo enfoque de la integración monetaria». Analicemos entonces estas dos corrientes de pensamiento.

2.1. La teoría de las áreas monetarias óptimas

La teoría tradicional sobre integración monetaria surge en el seno del debate mantenido en esa época sobre qué opción era más adecuada: tipos de cambio fijos versus tipos de cambio flexibles. Y surge como respuesta al argumento de Friedman (1953)¹⁰ a favor del tipo de cambio flexible para un país que presentara rigideces en los precios y salarios si deseaba mantener simultáneamente el equilibrio interno y externo de dicho país. Mundell (1961)¹¹ acuña el término de «Área Monetaria Óptima» (AMO) entendida como el conjunto de países que mantienen o bien una moneda única o bien sus monedas individuales pero con tipos de cambio irrevocablemente fijos y total convertibilidad de dichas monedas. El criterio utilizado por Mundell para definir una zona como AMO es el *grado de movilidad de los factores productivos*. Se refiere al hecho de que cuando un país decide formar parte de una Unión Monetaria pierde como instrumento de política económica al tipo de cambio; si los salarios son rígidos y el grado de movilidad del factor trabajo reducido será más costoso el ajuste, ante el caso por ejemplo de un shock de demanda negativo, para los países pertenecientes a un AMO que para aquellos que pueden variar el tipo de cambio como política de ajuste ante dicha perturbación¹².

McKinnon, R.J. (1963), «Optimum Currency Areas»; págs. 717-725.

Kenen, P.B. (1969), «The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View»; págs. 41-60.

⁸ Vid. Alesina y Grilli (1993), De Grauwe (1994) o Tavlas (1994).

⁹ De Grauwe, P. (1996), «La economía de la convergencia hacia la Unión Monetaria en Europa»; págs. 83-115.

¹⁰ Friedman, M. (1953), «The Case for Flexible Exchange Rates»; en Friedman, M. (eds), *Essays in Positive Economics*; University Press of Chicago; Chicago.

¹¹ Mundell, R.A. (1961), ob. cit., págs. 657-665.

¹² La economía cuya demanda agregada haya aumentado estará sufriendo presiones inflacionistas junto a un superávit acumulado de balanza por cuenta corriente al no poder revaluar su moneda. El otro país, que ha experimentado la reducción de su demanda agregada, deberá aceptar más infla-

Luego, del análisis de Mundell (1961) sobre las AMO puede deducirse, según De Grauwe (1994)¹³, que una Unión Monetaria entre dos o más países será óptima si se satisface una de las siguientes condiciones: bien existe suficiente flexibilidad en los salarios o bien existe suficiente movilidad del factor trabajo¹⁴. Añade además, que dicha unión se verá facilitada si existe un grado de centralización presupuestaria suficiente, de forma que las transferencias entre los países integrantes de la unión puedan realizarse sin que surjan conflictos políticos importantes.

Los otros dos trabajos más conocidos dentro de la literatura tradicional sobre integración monetaria son los de McKinnon (1963)¹⁵ y Kenen (1969)¹⁶ que introducen dos nuevos criterios para identificar una zona como AMO¹⁷.

La idea de optimalidad, en opinión de McKinnon (1963), hay que analizarla sobre la base de la influencia que tiene el *grado de apertura de una economía* para reconciliar sus objetivos de equilibrio interno y externo junto con la necesidad de conseguir estabilidad en el nivel de precios interno. En su opinión, un área monetaria se puede considerar óptima cuando la política monetaria, fiscal y de sistema de tipos de cambio se utilizan de la mejor forma posible para conseguir los objetivos, algunas veces incompatibles, de mantenimiento de pleno empleo, de equilibrio externo y de nivel medio de precios estable¹⁸. A los agentes económicos de países con un alto grado de apertura les puede convenir utilizar el nivel de precios extranjero para fijar sus contratos. Si esto se produce, la variación del tipo de cambio no será efectiva al ajustar dichos agentes de forma automática el valor en moneda nacional de

ción para controlar el problema de desempleo y déficit de balanza por cuenta corriente con el que se encuentra al no ser posible devaluar su moneda, ni poder actuar ambas economías vía variación de salarios o movilidad de los trabajadores.

¹³ De Grauwe, P. (1994); pág. 21.

¹⁴ Situando el artículo de Mundell (1961) dentro del debate tipos de cambio fijos versus tipos de cambio flexibles, éste llega a la conclusión de que un área debe adoptar un sistema de tipos de cambio fijos cuando sus factores productivos presenten suficiente movilidad y un sistema de tipos de cambio flexibles en el caso contrario.

¹⁵ McKinnon, R.J. (1963); ob. cit., págs. 717-725.

¹⁶ Kenen, P.B. (1969); ob. cit., págs. 41-60.

¹⁷ Hubo otra serie de contribuciones que son menos conocidas que las tres mencionadas. Vid. Ingram, J. (1962), «Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico»; University of North Carolina Press; Chapel Hill; o Fleming, J.M. (1971), «On Exchange Rates Unification»; *The Economic Journal*; vol. 81; págs. 467-488.

¹⁸ La discusión sobre la optimalidad de una determinada zona monetaria la debemos seguir situando dentro del debate mantenido en esa época sobre tipos de cambio fijos versus tipos de cambio flexibles.

todos sus contratos y el país podrá adoptar entonces la moneda extranjera sin experimentar pérdidas¹⁹.

Luego para una economía dada, siguiendo el razonamiento de McKinnon (1963), los costes derivados de formar parte de un AMO, en cuanto a la no utilización del tipo de cambio como mecanismo de ajuste, disminuirán conforme aumente su grado de apertura.

El tercer trabajo mencionado es el de Kenen (1969)²⁰. Representa una propuesta alternativa al criterio planteado por Mundell (1961) para identificar a una determinada zona como AMO; ya que considera que la perfecta movilidad del factor trabajo raramente prevalece. Plantea como criterio alternativo el *grado de diversificación de la producción* de una economía. En su opinión, una economía bien diversificada no sufrirá tantas variaciones en términos comerciales como las economías que se especialicen en un único producto. Una producción diversificada mitigará en cierta medida los efectos que se producen sobre las exportaciones cuando existen shocks exógenos²¹. Concluye su artículo afirmando que cree que es más apropiado, o menos inapropiado, un sistema de tipos de cambio fijos en economías nacionales bien diversificadas como pueden ser las de los países desarrollados. Por contra, en los países menos desarrollados, donde el grado de diversificación es más reducido y disponen de menos instrumentos de política económica, lo más conveniente será adoptar un sistema de tipos de cambio flexibles²².

A finales de los años 60 y principios de la década de los 70 surgen las primeras críticas que coinciden en señalar la incompatibilidad de los tres criterios apuntados para comprobar si una determinada zona monetaria podía ser considerada óptima. Johnson (1969), De Cecco (1974) o Ishiyama (1975)²³ observan que la puesta en

¹⁹ Cuanto mayor sea el grado de apertura de una economía antes tendrá que hacer frente a los efectos neutrales de una devaluación; esto es, al aumento del nivel de precios nacional sin que la producción varíe.

²⁰ Kenen, P. B. (1969); ob. cit., págs. 41-60.

²¹ Si la economía debe afrontar una caída en la demanda de sus exportaciones el efecto sobre el desempleo no será tan importante como en las economías poco diversificadas. Y lo más probable es que ayude a estabilizar la formación de capital teniendo en cuenta la conexión que existe entre la demanda de exportaciones y la de inversión.

²² Kenen (1969); ob. cit., pág. 54. Este artículo también surge como respuesta al debate mantenido en esa época sobre tipos de cambio fijos versus tipos de cambio flexibles.

²³ Johnson, H.G. (1969), «The Problems Approach to International Monetary Reform»; en R.A. Swoboda (eds), *Monetary Problems of the International Economy*; The University of Chicago Press; Chicago and London; págs. 393-399; De Cecco, M. (1974), «Optimum Currency Areas and European

práctica de dichos criterios puede llevarnos incluso a resultados inconsistentes. De esta forma, podemos sugerir la adopción de un sistema de tipos de cambio fijos en una economía abierta que probablemente será relativamente pequeña; sin embargo, lo más probable es que dicha economía se incline a diversificar poco su producción o a poseer un grado relativamente reducido de movilidad del factor trabajo, por lo que deberíamos recomendar la aplicación de un sistema de tipos de cambio flexibles teniendo en cuenta estos dos últimos criterios.

En buena medida, por esta incompatibilidad detectada, esta corriente ideológica orienta su línea de investigación hacia la evaluación de los costes y beneficios derivados de entrar a formar parte de una zona monetaria óptima²⁴, pero siempre haciendo referencia en sus conclusiones al debate de la época sobre tipos de cambio fijos versus tipos de cambio flexibles. Destaca el trabajo de Tower y Willet (1976)²⁵ escrito en los años en los que el sistema de tipos de cambio flotantes estaba recién instaurado y por tanto, sugieren que la variabilidad del tipo de cambio podría impedir y colapsar el comercio y la inversión internacional y destruir la disciplina para combatir la inflación creando círculos viciosos desde el punto de vista inflacionista. Fleming (1971) y Corden (1972)²⁶ pueden ser considerados los precursores de esta línea de investigación apuntando el coste que podía suponer la pérdida de independencia de la política monetaria nacional para elegir el punto óptimo de la curva de Phillips²⁷, junto con el coste ya aludido de pérdida del tipo de cambio como instru-

Monetary Integration»; *Journal of World Trade and Law*; núm. 8; págs. 463-474; Ishiyama, Y. (1975), «The Theory of Optimum Currency Areas: a Survey»; *IMF Staff Papers*; núm. 22; págs. 344-383.

²⁴ Ishiyama (1975) además de justificar su crítica sobre los criterios especificados para definir una zona como AMO avanzó la línea de estudio hacia donde se dirigió esta corriente ideológica sobre integración monetaria (análisis coste-beneficio).

²⁵ Tower, E. y T. Willet (1976), «The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rates Flexibility»; *Special Papers in International Finance*; núm. 11; Princeton University, Princeton.

²⁶ Fleming, J.M. (1971), «On Exchange Rates Unification»; *The Economic Journal*; vol. 81; págs. 467-488; y Corden, W.M. (1972), «Monetary Integration»; *Essays in International Finance*; núm. 93; Princeton University. Vid. Giersch, H. (1973), «On the Desirable Degree of Flexibility of Exchange Rates»; *Weltwirtschaftliches Archiv*; núm. 109; págs. 191-213; y De Grauwe, P. (1975), «Conditions for Monetary Integration: a Geometric Interpretation»; *Weltwirtschaftliches Archiv*; núm. 111; págs. 634-646.

²⁷ Este análisis suponía que las curvas de Phillips de los países considerados eran estables, esto es, que no se desplazaban como consecuencia de una variación en las expectativas de inflación. El coste de la unión residiría en el hecho de tener que elegir un punto de la curva de Phillips diferente del óptimo, si los países considerados tuvieran distintas preferencias sobre sus niveles de paro e inflación, para que existiera una misma tasa de inflación compatible para dichos países y así poder mantener su tipo de cambio fijo.

mento de ajuste. Dichos costes deberán valorarse junto con los beneficios que supone la integración monetaria para determinar la conveniencia o no de entrar a formar parte de una zona monetaria óptima.

A pesar del cambio de orientación apuntado, el interés académico por esta línea de investigación decrecerá hacia finales de la década de los años 70. Influirán, en buena medida, las revisiones críticas que efectúan Friedman (1967) y Phelps (1968) sobre la curva de Phillips y que reducirán considerablemente la importancia dada al coste de la pérdida de independencia de la política monetaria²⁸. Pero especialmente influirá el estancamiento en los temas monetarios que se produce con la crisis del petróleo de 1973-1974, situación en la que todos los países optarán por mantener un margen amplio de maniobra para aplicar sus propias políticas económicas²⁹.

2.2. El nuevo enfoque de la integración monetaria

En marzo de 1979 entra en funcionamiento el Sistema Monetario Europeo (SME); se intentaba crear en Europa una zona de estabilidad monetaria que paliara de alguna forma la excesiva variabilidad registrada durante los años 70 en los tipos de cambio entre las monedas europeas y redujera las presiones de revaluación sobre el marco producidas por la continua caída del dólar. Incluso se preveía una segunda etapa en la que el sistema se transformaría en una Unión Monetaria. Sin embargo, este hecho no reavivará el interés, tanto académico como político, por la integración monetaria; el interés se centró en ese momento en los fuertes desequilibrios económicos que desencadenó la segunda crisis del petróleo de 1978-1979 y que obligó a realizar continuos realineamientos en los primeros años de existencia del SME³⁰. No será hasta finales de la década de los 80 cuan-

²⁸ A partir de la publicación de estos estudios existe un consenso académico general sobre la inestabilidad de la curva de Phillips a corto plazo y, por tanto, sobre que dicha curva se desplazará conforme varíen las expectativas de inflación. Vid. Friedman, M. (1967), «The Role of Monetary Policy»; *American Economic Review*; vol. 58; núm. 1; págs. 1-17; y Phelps, E. (1968), «Monetary-Wage Dynamics and Labour Market Equilibrium»; *Journal of Political Economy*; vol. 58; núm. 4; págs. 678-711.

²⁹ Incluso entre los países europeos el sistema de tipos de cambio flotantes fue la norma general, excepto entre Alemania, Bélgica, Holanda y Luxemburgo cuyas monedas flotaron conjuntamente siguiendo las pautas del marco. Es un período en el que las diferencias entre los ritmos de crecimiento y de inflación se agudizaron, por lo que el tipo de cambio se convirtió en un instrumento básico de ajuste del que no se podía prescindir.

³⁰ De los doce ajustes de paridades que se realizaron antes de la crisis de 1992, siete tuvieron lugar durante los cuatro primeros años de existencia del sistema.

do se reavive el debate sobre la conveniencia de continuar con el proceso de integración monetaria europea. Giavazzi y Spaventa (1990)³¹ acuñan el término de «*SME nuevo o duro*» para describir la nueva situación de ausencia de realineamientos desde enero de 1987 (hasta septiembre de 1992) y el proceso iniciado hacia la plena liberalización de los movimientos de capital. Las primeras contribuciones que se pueden encuadrar dentro del contexto de integración monetaria se realizaron por la Comisión Europea; la Comisión³², en su informe de 1990, justifica la necesidad de crear una Unión Monetaria en la que un sistema de tipos de cambio fijos sería la solución óptima al no ocasionar pérdidas desde el punto de vista de renunciar al tipo de cambio como instrumento de ajuste y sí eliminaría costes de incertidumbre y de transacción entre monedas³³.

Pero sin lugar a dudas, el debate resurge y se intensifica después de los acontecimientos vividos con la crisis cambiaria de septiembre de 1992 y en especial desde agosto de 1993, momento en el que se amplían las bandas de fluctuación hasta $\pm 15\%$. Estos nuevos estudios realizados sobre integración monetaria pueden encuadrarse en dos tipos concretos de desarrollos: uno primero que analiza los efectos que produce en una economía considerada algún tipo de shock exógeno, al ser una característica a tener en cuenta a la hora de determinar si una economía dada debe entrar a formar parte de un Unión Monetaria; y un segundo tipo de estudios que centra su análisis en factores que miden la reputación de una determinada economía y sus consecuencias si se adhiere a dicha unión. Analicemos pues estos dos tipos de desarrollos.

2.3. Shocks exógenos

Cuando una economía decide formar parte de una Unión Monetaria renuncia a diseñar y aplicar su política monetaria de forma independiente; esto es, renuncia a utilizar el tipo de cambio como instrumento de política económica. El coste de abandonar esta política independiente dependerá principalmente de la naturaleza de los

³¹ Giavazzi, F. y L. Spaventa (1990), «The New EMS»; en P. de Grauwe y L. Papademos (eds), *The EMS in the 1990s*; London: Logman; págs. 65-85.

³² *Vid.* European Commission (1990) ó Emerson, M. *et. al.* (1992).

³³ Emerson, M. *et. al.* (1992), expone que las variaciones en los tipos de cambio virtualmente no tienen ningún valor dentro de la Unión Europea porque las economías nacionales de la Unión son muy abiertas entre sí y una gran parte de su comercio es intraindustrial; con lo que cualquier devaluación se transmite rápida y totalmente a los precios nacionales. No se consigue ninguna ganancia de la competitividad; y, por tanto, las devaluaciones no ayudan a equilibrar ni la balanza comercial ni la balanza por cuenta corriente. Ver también, Gross, D. y N. Thygesen (1991).

shocks (simétricos o asimétricos) que afecten a los países pertenecientes a la unión³⁴ y, de la influencia de los criterios tradicionales (estructura productiva, grado de apertura y grado de diversificación productiva) para hacer frente a dichos shocks³⁵. Precisemos pues ambos aspectos.

Respecto a la naturaleza de las perturbaciones que pueden afectar a las economías aspirantes a integrarse en una Unión Monetaria la presunción teórica, en la que parece haber un consenso general, es que el coste de integrarse queda minimizado si las economías sufren shocks de carácter simétrico. Pero, si las perturbaciones son asimétricas³⁶, la pérdida puede ser importante al tener éstas un carácter deflacionista y recesivo sobre esa economía. La evidencia empírica disponible ha analizado esta presunción desde diferentes puntos de vista: algunos estudios han comprobado que los shocks de oferta son asimétricos en la Unión Europea, pero los de demanda son simétricos (Bayoumi y Taylor, 1992); otros, sugieren que las perturbaciones tienden a ser más simétricas entre las regiones de Estados Unidos y más idiosincrásicas o asimétricas entre las regiones de la Unión Europea, y dicho carácter de simetría/asimetría se mantiene cuando se compara la Europa de los 5 (Alemania, Francia, Bélgica, Holanda y Luxemburgo) frente a los países considerados periféricos (Italia, Grecia, Reino Unido, Portugal, España y los países Escandinavos) (De Grauwe y Vanhaverbeke, 1991, Bayoumi y Eichengreen, 1992, Decressin y Fatas, 1993, y Chamie, De Serres y Lalonde, 1994, Kenen, 1995). Luego, países como España pueden enfrentarse, como opina Pérez Campanero (1995)³⁷, a muy serios costes de ajuste en forma de impactos deflacionistas y/o presiones migratorias hacia otros países si deciden participar en una integración monetaria sin haber alterado previamente la estructura de sus economías.

Conclusiones similares se pueden obtener cuando se analizan los criterios especificados en la teoría tradicional de las áreas monetarias óptimas y su influencia ante un determinado shock exógeno.

³⁴ Vid. Eichengreen, B. y J. Frieden (1993), «The Political Economy of European Monetary Unification: an Analytical Introduction»; *Economics and Politics*; vol. 5; págs. 85-104.

³⁵ Vid. Masson, P. y M. Taylor (1992), «Issues in the Operation of Monetary Unions and Common Currency Areas»; en Goldstein et al. (eds), *Policy Issues in the Evolving International Monetary System*; Washington; D.C; IMF Occasional Paper; núm. 96; págs. 39-72.

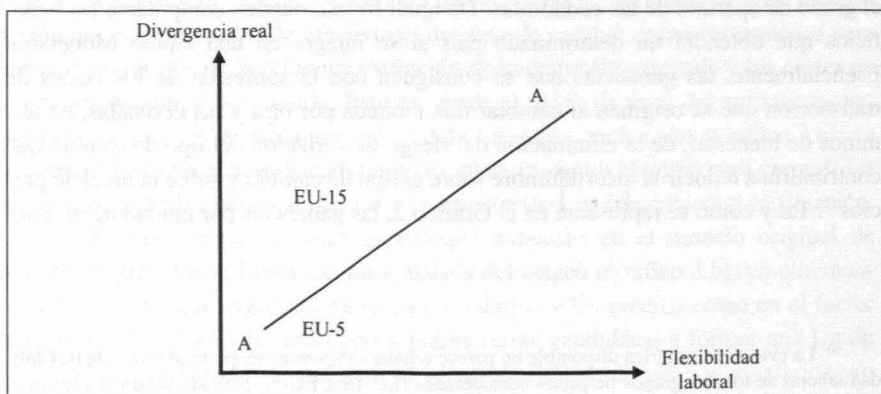
³⁶ Un shock puede ser asimétrico tanto en su origen (si es específico de cada país), como en su mecanismo de transmisión (puede ser una perturbación común en su origen, pero afectar de diferente forma a las regiones y/o países considerados).

³⁷ Pérez-Campanero, J. (1995), «Escollas en el proceso de integración europea: los riesgos de la emergencia de tensiones regionales»; *PEE*; núm. 63; págs. 35-45.

Como anteriormente hemos señalado, dicha teoría aduce al coste que puede existir, cuando se produce una determinada perturbación, para los países que integran una Unión Monetaria que va a depender del grado de flexibilidad de los salarios y del grado de movilidad del factor trabajo (Mundell, 1961). El fundamento de esta afirmación, según De Grauwe (1996)³⁸, puede representarse con el Gráfico 1. El eje de ordenadas recoge el grado de divergencia real entre los países que son candidatos a integrarse en la unión y, el eje de abscisas el grado de flexibilidad de los mercados de trabajo en esos países; definimos divergencia real como el grado al que las tasas de crecimiento del producto y del empleo tienden a diverger como resultado de shocks asimétricos³⁹. El concepto de flexibilidad hace referencia al grado de flexibilidad del salario real y a la movilidad internacional del trabajo. La relación entre la divergencia real y el grado de flexibilidad laboral se representa gráficamente por la línea ascendente AA; implica que cuanto mayor es el grado de divergencia real, mayor debe ser el grado de flexibilidad laboral para hacer posible un funcionamiento estable de la unión.

Luego, las uniones monetarias deben situarse por debajo de la Línea AA si no desean sufrir elevados costes de ajuste como resultado de algún tipo de shock asimétrico.

Gráfico 1



³⁸ De Grauwe, P. (1996); ob. cit., pág. 85.

³⁹ La divergencia real también puede existir como resultado de shocks simétricos a los que los países candidatos reaccionan de forma diferente porque presentan distintas estructuras económicas.

La evidencia empírica que ha intentado contrastar esta teoría ha situado a la Europa de los 15 (EU-15) por encima de la Línea AA y, por tanto, con un elevado coste en materia de estabilidad de sus políticas monetarias si decide formar una Unión Monetaria. Igualmente, sitúa al grupo de países formado por Alemania, Francia, Bélgica, Holanda y Luxemburgo (EU-5) por debajo de la Línea AA y, por tanto, como candidatos adecuados para formar un área monetaria óptima⁴⁰ (Eichengreen, 1990; De Grauwe y Vanhaverbeke, 1991; Bayoumi y Eichengreen, 1992 y, Von Hagen y Neumann, 1994)⁴¹.

La teoría tradicional de las AMO también nos indica que conforme aumenta el grado de apertura de una economía, el coste de formar parte de una Unión Monetaria disminuye (McKinnon, 1963). El fundamento de esta afirmación, según Krugman (1990)⁴², puede representarse con el Gráfico 2. El eje de ordenadas recoge el coste que supone integrarse en una Unión Monetaria expresado como porcentaje del PIB y, el eje de abscisas el grado de apertura del país respecto a los otros países que forman la unión. Como coste de la unión podemos considerar el de no utilizar el tipo de cambio como instrumento de ajuste; mediremos el grado de apertura como el porcentaje del comercio bilateral sobre el PIB respecto al país considerado. La relación entre ambas variables se representará gráficamente por una línea decreciente CC que indica una disminución de los costes derivados de la unión a medida que se incrementa el grado de apertura de las economías. De igual forma, pueden computarse los beneficios que obtendrá un determinado país si se integra en una Unión Monetaria. Esencialmente, las ganancias que se consiguen con la supresión de los costes de transacción que se originan al cambiar una moneda por otra y las derivadas, en términos de bienestar, de la eliminación del riesgo de variación del tipo de cambio que contribuiría a reducir la incertidumbre sobre el tipo de cambio y sobre el nivel de precios⁴³. Tal y como se representa en el Gráfico 2, las ganancias por unidad de produc-

⁴⁰ La evidencia empírica disponible no parece señalar diferencias respecto al grado de flexibilidad laboral de los dos grupos de países considerados (EU-15 y EU-5), pero sí cuando se analiza el grado de divergencia real.

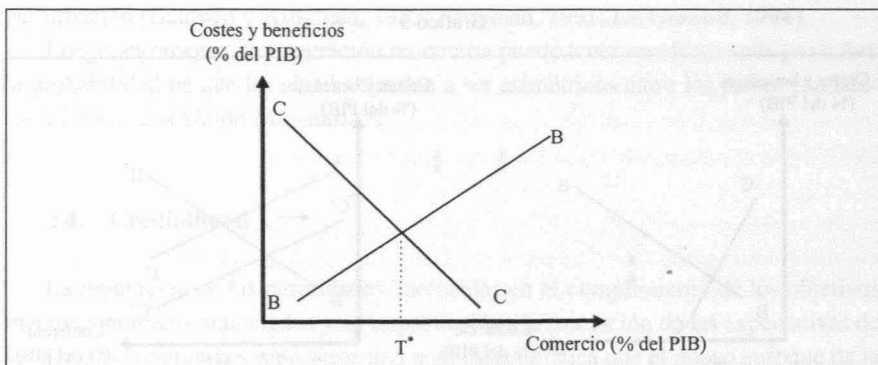
⁴¹ Un punto de vista que difiere del anterior es presentado por European Commission (1990); Gross, D. y N. Thygesen (1992); y por Baldwin, R. (1992).

⁴² Krugman, P. (1990), «Policy Problems of a Monetary Union»; en P. de Grauwe y L. Papademos (eds), *The EMS in the 1990s*; London: Logman; págs. 48-64.

⁴³ De Grauwe, P. (1994) dedica el capítulo tercero (págs. 73-92) al análisis de los beneficios de una moneda común. Resalta la cautela que se debe tener a la hora de computar dichos beneficios, porque puede que no sean tan elevados como los modelos teóricos aseguran.

to (medidas como porcentaje del PIB) derivadas de una Unión Monetaria se incrementan a medida que las economías sean más abiertas, por lo que se representarán a través de una línea ascendente BB.

Gráfico 2



El punto de intersección de ambas líneas nos indicará el punto crítico a partir del cual interesa a los países candidatos formar una Unión Monetaria. La forma y la posición de la Línea CC, en opinión de De Grauwe (1994)⁴⁴, reflejará en gran parte la visión que se tenga sobre la efectividad del tipo de cambio como instrumento para corregir los efectos de la diferente evolución de la demanda agregada y los costes en los países que integren la unión. Esto es, desde el punto de vista del enfoque *monetarista*⁴⁵, la línea CC se sitúa muy cerca del origen de coordenadas (Gráfico 3.a); ya que mantienen que el tipo de cambio no es un instrumento efectivo para corregir las diferencias entre los países, e incluso, si fuera efectivo, podría empeorar la situación.

En el otro extremo se sitúa el enfoque expuesto en el modelo original de *Mundell*⁴⁶ que sitúa la Línea CC muy alejada del origen (Gráfico 3.b); ya que mantiene la existencia de rigideces tanto en los salarios y los precios como en el factor trabajo. En este caso, sólo unos pocos países serían candidatos a formar una Unión Monetaria, a no ser que se redujera el grado de rigidez de precios y salarios y/o

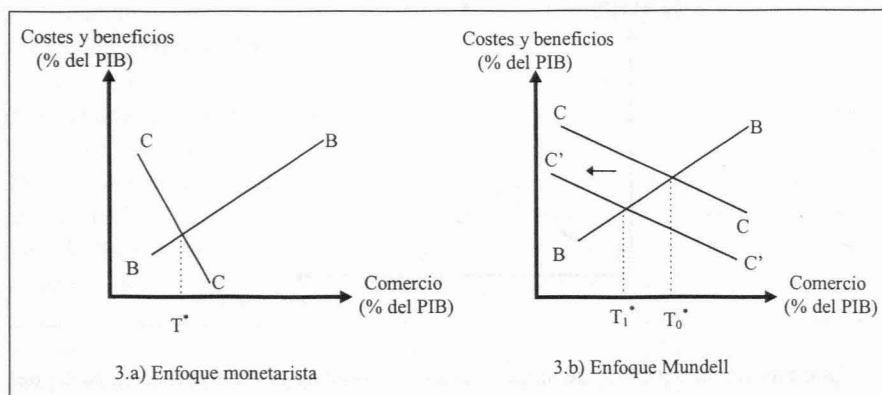
⁴⁴ De Grauwe, P. (1994); ob. cit., pág. 93.

⁴⁵ Enfoque mantenido por Emerson *et al.* (1992), redactores del Informe de la Comisión Europea de 1990.

⁴⁶ Mundell, R.A. (1961), ob. cit., págs. 657-665.

umentara el grado de movilidad del factor trabajo, que implicaría un desplazamiento de la Línea CC hacia el origen de coordenadas (Línea C'C'), con lo que se desplazaría el punto crítico a partir del cual sería viable la formación de una Unión Monetaria.

Gráfico 3



El tercer criterio apuntado en la teoría tradicional de las AMO postula que cuanto mayor sea el grado de diversificación de la producción dentro de una Unión Monetaria menor será el coste de formar parte de dicha unión, sobre todo si se produce un shock específico en un determinado producto o sector productivo. Baldwin (1992) o Emerson *et al.* (1992) argumentan que la integración monetaria incrementa la integración industrial y, por tanto, los efectos de un shock específico serán cada vez más simétricos a medida que aumente la integración industrial. De Grauwe (1994)⁴⁷ confirma esta hipótesis entre los países europeos afirmando que dicho comercio es, en gran medida, de naturaleza intraindustrial, basado en la existencia de economías de escala y competencia monopolística que configura una estructura comercial en la que los países intercambian el mismo tipo de productos; por lo que los shocks de demanda tenderán a ser cada vez más simétricos a medida que se incremente la integración industrial con la formación de la Unión Monetaria.

Sin embargo, la integración industrial también puede generar efectos desestabilizadores al enfrentarse a un determinado shock. Es consecuencia de la existencia de

⁴⁷ De Grauwe, P. (1994), *ob. cit.*, págs. 41-43.

economías de escala; ya que la integración comercial no sólo facilita la instalación de las empresas en zonas próximas a sus mercados, sino que también propicia una mayor concentración regional de la producción para aprovechar mejor dichas economías de escala. Por lo que una perturbación específica de un sector puede desestabilizar toda la economía de un país si éste concentra una gran parte de la industria afectada por la perturbación (Baldwin y Krugman, 1989; Krugman, 1991; De Grauwe, 1994).

Luego, el proceso de integración monetaria puede tener un efecto ambiguo sobre la probabilidad de que los shocks tiendan a ser asimétricos entre los países candidatos a formar una Unión Monetaria⁴⁸.

2.4. Credibilidad

La reputación de las autoridades nacionales en el cumplimiento de los objetivos macroeconómicos anunciados y su impacto sobre la formación de las expectativas de los agentes económicos representa una nota característica que el nuevo enfoque de la teoría de la integración monetaria ha utilizado como soporte teórico explicativo de dos cuestiones concretas: la primera hace referencia al coste de integrarse en un Unión Monetaria respecto a la utilización del tipo de cambio como instrumento de política económica y, la segunda, al hecho de exigir el cumplimiento de los criterios de Maastricht como requisito previo para incorporarse a la futura UEM.

No cabe duda que las contribuciones de Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983)⁴⁹ sobre la posibilidad de lograr credibilidad en una determinada economía influyeron notablemente en los planteamientos de este nuevo enfoque de integración monetaria. El modelo inicial supone expectativas racionales de los agentes económicos y expresa la curva de Phillips estándar incluyendo las expectativas de

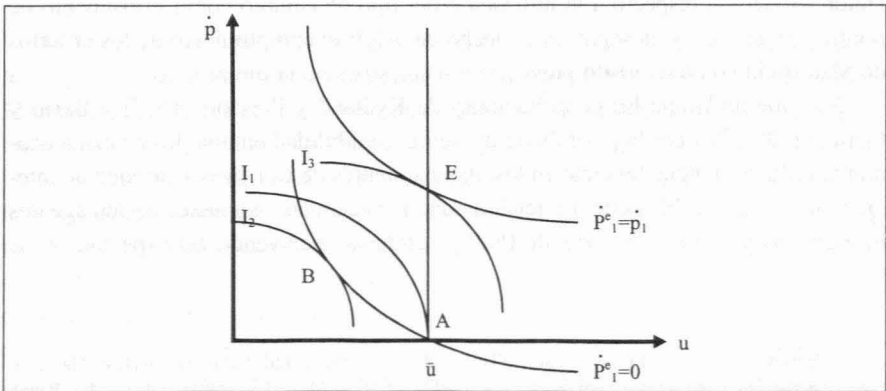
⁴⁸ Bailey, M. y G.S. Tavlas (1988), «Trade and Investment under Floating Rates: The U.S. Experience»; *The Cato Journal*; vol. 8; págs. 421-442; y Bailey, M. y G.S. Tavlas (1991), «Exchange Rates Variability and Direct Investment»; *Annals of the American Academy of Political and Social Science*; vol. 516; págs. 106-116; analizan los efectos de la variabilidad del tipo de cambio sobre la inversión. Argumentan que dichos efectos dependen, de forma importante, de la interrelación entre variabilidad del tipo de cambio e integración comercial que tiene un resultado ambiguo. En su trabajo de 1991 concluyen que la variabilidad del tipo de cambio, tanto a corto como a largo plazo, generalmente provoca un impacto marginal, pero positivo, sobre la inversión directa.

⁴⁹ Kydland, F. y E. Prescott (1977), «Rules rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans»; *Journal of Political Economy*; vol. 85; Barro, R. y D. Gordon (1983), «Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policies»; *Journal of Monetary Economics*; vol. 12; págs. 101-121.

inflación⁵⁰. Las preferencias de las autoridades monetarias se muestran a través de un mapa de curvas de indiferencia cóncavas respecto al origen de coordenadas, por lo que el bienestar aumentará a medida que nos acerquemos al origen⁵¹. El Gráfico 4 representa las preferencias de las autoridades monetarias (I_1, I_2, I_3) y las curvas de Phillips (\dot{p}^e, \dot{p}^e)⁵² que nos permiten determinar conjuntamente el punto de equilibrio. La regla de política monetaria que anuncien las autoridades monetarias sobre el nivel de inflación a mantener determinará el punto de equilibrio. Si anuncian una regla de mantenimiento de la inflación constante e igual a cero es evidente que el punto A no tiene credibilidad en una economía de agentes con expectativas racionales, pues conocen los incentivos de las autoridades a engañar (incrementar la tasa de inflación de forma inesperada) y situar a la economía en el punto B (curva de indiferencia I_2).

Es evidente que dichos agentes ajustarán sus expectativas hasta el punto en el cual las autoridades monetarias no tengan incentivos para engañar, que es precisamente el punto E del Gráfico 4 y que, dependiendo de la reputación de las autoridades para combatir la inflación, el punto de equilibrio se conseguirá con una mayor o menor tasa de inflación suponiendo que la tasa natural de paro no se modifica.

Gráfico 4



⁵⁰ La ecuación que especifica la curva de Phillips es la siguiente: $u = \bar{u} + a(\dot{p}^e - \dot{p})$, donde u es la tasa de paro, \bar{u} es la tasa natural de paro (NAIRU), \dot{p} es la tasa de inflación observada y \dot{p}^e es la tasa esperada de inflación.

⁵¹ La pendiente de cada curva de indiferencia expresará la importancia relativa que las autoridades monetarias otorgan a combatir la inflación o el desempleo.

⁵² La línea vertical representa la curva de Phillips a largo plazo, donde $\dot{p} = \dot{p}^e$; y además, coincide con la tasa natural de paro (\bar{u}).

22 Cuando el modelo se amplía a economías abiertas⁵³, se pueden evaluar los costes derivados de la integración en una Unión Monetaria respecto al hecho de que una economía creíble no puede utilizar el tipo de cambio todas y cada una de las veces que se produce una determinada perturbación; ya que dicha actuación influiría en la formación de las expectativas de los agentes económicos, con lo que la efectividad de la variación del tipo de cambio disminuiría progresivamente y, por tanto, el coste de integrarse en una Unión Monetaria no sería tan elevado como en principio podía suponerse⁵⁴.

23 Existe una extensa literatura que ha estudiado la hipótesis de credibilidad en el seno del SME⁵⁵ utilizando, básicamente, un modelo de dos países (por ejemplo, Alemania e Italia) con dos bancos centrales que tienen diferentes preferencias sobre inflación y desempleo (las autoridades alemanas dan más importancia a reducir la inflación que las italianas) y considerando la actuación de sus respectivos sectores privados (Giavazzi y Pagano, 1988; Giavazzi y Giovannini, 1989; Fratianni y Von Hagen, 1990, 1992; Giovannetti, 1992; Eichengreen, 1992; Begg y Wyplosz, 1993).

24 Los resultados parecen apuntar a que sólo una Unión Monetaria completa, es decir, con una moneda única, proporciona la credibilidad necesaria para el país con altas tasas de inflación⁵⁶. Ningún otro acuerdo de rango inferior será suficiente para combatir la falta de credibilidad de una determinada economía⁵⁷; ya que el país con alta tasa de inflación si únicamente fija su tipo de cambio respecto a la moneda del

⁵³ Vid. Méltz, J. (1988), «Monetary Discipline, Germany and the European Monetary System: a Synthesis»; en F. Giavazzi, S. Micossi y M. Miller (eds), *The EMS*, Cambridge University Press; Cambridge; págs. 51-79; Cohen, D. y C. Wyplosz (1989), «The European Monetary Union: an Agnostic Evaluation» CEPR, Discussion Paper, núm. 306; y Alesina, A. y V. Grilli (1993), ob. cit.

⁵⁴ Aunque en algunas ocasiones, sobre todo ante fuertes perturbaciones, la variación del tipo de cambio ha sido un instrumento muy efectivo (en especial si se ha acompañado de otras medidas de carácter nacional). Buena prueba de ello, es la experiencia vivida por Francia, Bélgica o Dinamarca durante la primera mitad de la década de los 80. Vid. Collins, S. (1988), «Inflation and the European Monetary System»; en F. Giavazzi, S. Micossi y M. Miller (eds), *The EMS*, Cambridge University Press; Cambridge; págs. 112-136; Eichengreen, B. (1992), ob. cit., y Fratianni, M. y J. Von Hagen (1990, 1992), ob. cit.

⁵⁵ La mayoría de estos estudios hacen referencia a la credibilidad de la políticas monetarias aplicadas por los países integrantes del SME en cuanto al cumplimiento de los objetivos marcados por las correspondientes autoridades monetarias.

⁵⁶ Según Giavazzi, F. y M. Pagano (1988), Italia (el país con alta tasa de inflación) habrá tomada prestada la credibilidad de Alemania (el país con baja tasa de inflación), pues su gobierno tendrá las manos firmemente atadas (al haber abolido Italia su moneda y haber adoptado la alemana).

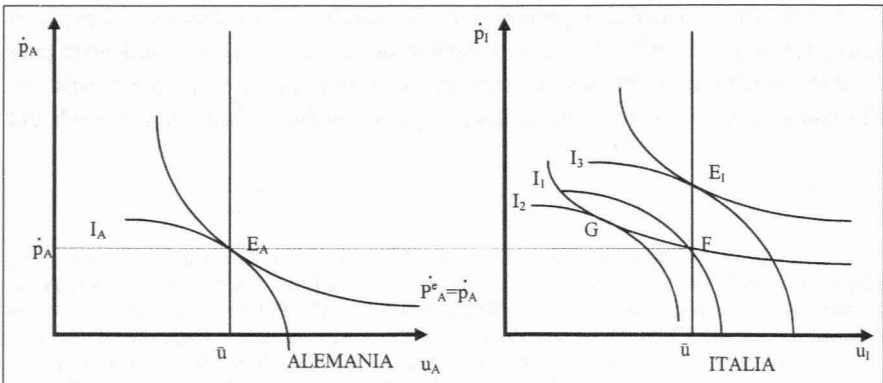
⁵⁷ De Grauwe, P. (1994); ob. cit., pág. 64.

otro país tendrá incentivos para realizar, por sorpresa, una devaluación de su moneda.

Los agentes económicos de esa economía, con el tiempo, ajustarán sus expectativas de inflación de forma que el punto de equilibrio final retornará al punto inicial antes de fijarse el tipo de cambio. El Gráfico 5 recoge esta cuestión; el punto de equilibrio inicial para el país con elevada tasa de inflación será E_1 . Al aplicar la regla de fijación del tipo de cambio la tasa de inflación italiana se fijará al nivel de la alemana (punto F); si las autoridades italianas devalúan por sorpresa, dicha economía se desplazará hasta el punto G. Cuando los agentes ajusten sus expectativas la economía italiana retornará al punto E_1 .

Luego, desde el punto de vista del factor credibilidad y siguiendo el razonamiento anterior, la formación de una Unión Monetaria debería implicar que una única institución supranacional (Banco Central Europeo) ejercería el control, de modo que las preferencias de las autoridades de cada país integrante se hicieran idénticas.

Gráfico 5



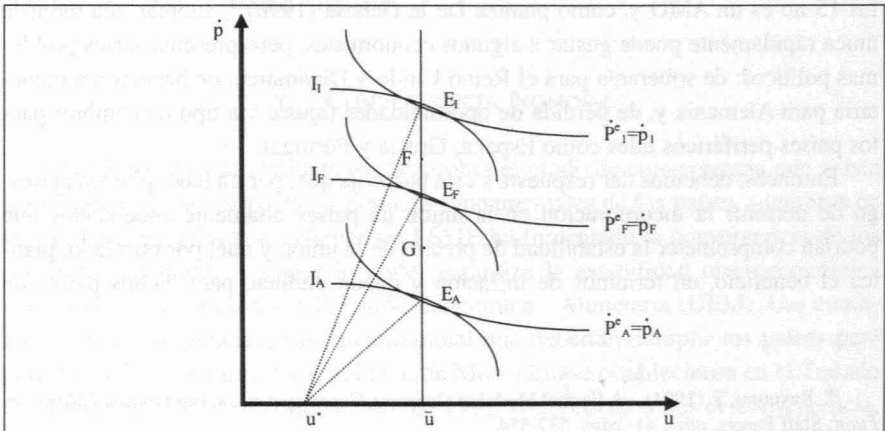
Además, para que el país con baja inflación no experimente una pérdida en términos de bienestar con la igualdad de los mapas de preferencias se debe exigir a los países candidatos claras muestras de que están tomando las medidas adecuadas para reducir sus tasas de inflación acercándolas a valores similares a los del país de baja inflación⁵⁸. Por tanto, este razonamiento proporciona un soporte teórico a la decisión

⁵⁸ El país con tasa de inflación más elevada estará dispuesto a variar sus preferencias si la

de Maastricht de crear un Banco Central Europeo que sea independiente desde el punto de vista político y que busque la estabilidad de precios como único objetivo de política monetaria; esto es, que sea una institución bastante cercana a lo que es actualmente el Bundesbank alemán (De Grauwe, 1996).

Entonces, cabe pues preguntarse si este nuevo enfoque representa la base teórica que justifica la exigencia del cumplimiento de los criterios de Maastricht como condición previa a la incorporación de la UEM. Desde la perspectiva del modelo Barro-Gordon, cuando se incorpora a dicho modelo un tercer país (Francia, por ejemplo) con una tasa de inflación intermedia entre los otros dos países (Alemania e Italia) se llega a la conclusión que existen incentivos para formar una Unión Monetaria reducida, que deje fuera a los países con altas tasas de inflación y, por tanto, la solución sería la incorporación a dos velocidades a partir de 1999. El Gráfico 6 representa esta situación.

Gráfico 6



Los puntos de equilibrio iniciales para Alemania, Francia e Italia son, respectivamente, E_A , E_F y E_I . Si las preferencias de la Unión Monetaria se expresan como un promedio de las preferencias de los países considerados, el punto de equilibrio final estará comprendido entre E_A y E_I (punto F) si participan los tres países o, entre E_A y E_F (punto G) si únicamente la integran Alemania y Francia; luego, estos dos últimos

ganancia de bienestar obtenida con una inflación menor excede a la pérdida de bienestar que supone una mayor variación del desempleo.

países preferirán formar una Unión Monetaria de pocos países que conlleve una tasa de inflación más reducida. Sin embargo, como ha demostrado Bayoumi (1994)⁵⁹, esta solución incrementaría el bienestar de los países que estuvieran dentro de la unión y disminuiría el de los que queden fuera; ya que puede afectar al grado de cohesión social entre los dos grupos de países⁶⁰.

Por eso, algunos autores como De Grauwe (1993)⁶¹ postulan la incorporación de todos los países de la UE sin exigir los criterios de Maastricht porque opina que dichos criterios se cumplirán mejor con una moneda única que sin ella. Los criterios no sólo no sirven para asegurar la estabilidad posterior del proceso integrador sino que constituyen un obstáculo para llegar a la Unión Monetaria, especialmente la condición sobre los tipos de cambio que alienta la especulación y tiende a desestabilizar el proceso, aunque la situación haya mejorado con la ampliación de los límites de las bandas de fluctuación desde agosto de 1993⁶². Sin embargo, como ya hemos apuntado anteriormente, la evidencia empírica disponible ha demostrado que la UE de los 15 no es un AMO y, como plantea De la Dehesa (1996)⁶³, adoptar una moneda única rápidamente puede gustar a algunos economistas, pero presenta serios problemas políticos: de soberanía para el Reino Unido y Dinamarca; de hegemonía monetaria para Alemania y, de pérdida de oportunidades (ajuste vía tipo de cambio) para los países periféricos tales como España, Grecia y Portugal.

Entonces, debemos dar respuesta a esta paradoja que, por un lado, plantea el riesgo de permitir la incorporación en la unión de países altamente endeudados que podrían comprometer la estabilidad de precios de la unión y que, por otro lado, plantea el beneficio, en términos de inflación y deuda pública, para dichos países de

⁵⁹ Bayoumi, T. (1994), «A Formal Model of Optimum Currency Areas»; *International Monetary Fund*; Staff Papers, núm. 41; págs. 537-554.

⁶⁰ Vid. también Giovannini A. (1990), «The Transition to Monetary Union»; *CEPR, Discussion Paper*, núm. 2; Fratianni, M.; J. Von Hagen y C. Waller (1992), «The Maastricht Way to EMS»; *Essays in International Finance*; núm. 187; Princeton; y Portes, R. (1993), «EMS and EMU after the Fall»; *The World Economy*; vol. 16; núm. 1; págs. 1-15; January; sobre la inestabilidad que genera el proceso por etapas para llegar a la Unión Monetaria.

⁶¹ De Grauwe, P. (1993), «The Political Economy of Monetary Union in Europe»; *CEPR, Discussion Paper*, núm. 842.

⁶² En el fondo, la discusión sobre cómo alcanzar el objetivo de la moneda única reaviva el antiguo enfrentamiento de los años 70 entre los llamados «economistas o economicistas» (a favor de un proceso previo de convergencia) y los «monetaristas» (el proceso es innecesario porque la Unión Monetaria en sí misma produce convergencia y, por tanto, facilita y acelera el proceso).

⁶³ De la Dehesa, G. (1996), «Paradojas de la UME»; en J. R. Cuadrado y T. Mancha (eds), *España frente a la UEM*, Ed. Civitas, S.A.; pág. 166.

incorporarse y en definitiva de la UE al evitar el riesgo que puede existir de una división profunda si se crean, en el seno de la unión, distorsiones en los flujos comerciales y se reduce en definitiva el nivel de integración económica existente. De Grauwe (1996)⁶⁴ afirma que la única alternativa razonable que existe es pedir a cada país miembro de la UE que calcule, para sí mismo, si los beneficios que le supondrá la unión sobrepasan a sus costes. Además, para minimizar el riesgo de una Unión Monetaria más amplia y, por tanto, más divergente, se debería reforzar el papel de las instituciones monetarias de la unión y, en especial, respecto a que exista un grado de centralización presupuestaria suficiente que facilite la realización de transferencias sin que surjan conflictos políticos importantes entre los países integrantes de la unión o en establecer algún mecanismo que permita al Banco Central Europeo cumplir con su objetivo de estabilidad de precios.

En palabras de Padoa-Schioppa (1993)⁶⁵, *si el SME es el problema, la moneda única es la solución. El desafío es saber cómo llegar a dicha solución de la manera más rápida y menos dolorosa posible.*

3. CONVERGENCIA NOMINAL

El objetivo de este apartado es comprobar el grado de convergencia que existe actualmente en las variables económicas fundamentales de los países miembros de la UE. Esto es, queremos estudiar si el SME ha fomentado la convergencia de los resultados económicos y, por lo tanto, garantiza la estabilidad macroeconómica necesaria para avanzar hacia la Unión Económica y Monetaria (UEM). Las condiciones de convergencia económica nominal que deberían cumplir los países para poder acceder a la última fase de la Unión Monetaria se establecieron en el Tratado de Maastricht firmado el 7 de Febrero de 1992. Estas condiciones de convergencia, también denominadas *indicadores de Maastricht*, se concretan en los criterios de estabilidad de precios, disciplina presupuestaria, tipos de interés y estabilidad cambiaria. Utilizaremos dichos criterios con el fin de evaluar la situación y el grado de convergencia actual de las economías de los países miembros⁶⁶. Los Cuadros 1.a

⁶⁴ De Grauwe, P. (1996); ob. cit., pág. 113.

⁶⁵ Padoa-Schioppa, T. (1993), «Europe on the Road to Monetary Union»; *Oxford University Press*.

⁶⁶ Desde el 1 de Enero de 1995 la UE está constituida por 15 países miembros al adherirse en

y 1.b recogen la posición de convergencia nominal en el año 1995 y 1996 respectivamente.

Por lo que se refiere a los *precios*, en 1995, no se produjo un avance importante en el grado de convergencia; ya que, aunque en 1994 ocho países satisfacían este criterio y en el año 1995 lo cumplían once, este aumento se debió únicamente a la incorporación de Austria, Suecia y Finlandia a la UE y países como Portugal, España, Italia y Grecia siguen sin cumplirlo. No obstante, tanto en 1995 como en 1996, se ha continuado avanzando en la estabilidad de los precios, de tal forma que el crecimiento del IPC para el conjunto de la UE fue del 2,5% en 1996, cinco décimas por debajo de la tasa media del año anterior. Además, la tasa media de inflación de los tres países con menor ritmo de inflación ha disminuido, pasando del 1,4% en 1995 al 0,8 en 1996, con lo que el valor de referencia se ha reducido del 2,9 al 2,3. Pero, esta reducción no se ha debido en su totalidad a una mejora de la tasa media de inflación de los tres países con menor ritmo de inflación, sino a un cambio en la composición de dicho grupo de países. Así, Suecia y Luxemburgo han sustituido a Bélgica y Francia, lo que ha provocado una disminución del límite superior establecido de más de medio punto porcentual.

Respecto al cumplimiento de los criterios de la *estabilidad presupuestaria* la evolución es dispar. Por una parte, en todos los países, excepto en Alemania y Luxemburgo, se ha reducido el peso del *déficit sobre el PIB*. Si bien, en la mayoría de ellos, la disminución ha sido insuficiente para satisfacer el criterio dados los abultados déficits acumulados en años anteriores y en el caso de Alemania el aumento del déficit en el año 1995 provocó el paso al grupo de países que incumplen el criterio. La situación relativa respecto a 1995 en cuanto al grado de cumplimiento por países ha mejorado, ya que además de Luxemburgo, Irlanda y Dinamarca se incorporan a este grupo en 1996 Finlandia, Holanda y Suecia. No obstante, todavía sigue siendo uno de los criterios más incumplido por los países miembros de la UE.

Por otra parte, el indicador de *deuda pública* no muestra un avance en el grado de convergencia respecto a los países que cumplen el criterio. Así, Francia y Alemania han incrementado su deuda respecto al PIB en 1996, lo que ha provocado que Alemania supere el valor de referencia y pase a engrosar la larga lista de países que incumplen este criterio. Pero, aunque todavía sea el criterio más incumplido, la

dicha fecha Austria, Suecia y Finlandia. Por lo que analizaremos el grado de cumplimiento de los criterios de convergencia nominal no sólo en los países miembros del SME sino en los 15 que forman hoy la UE.

mayoría de los países miembros ha realizado importantes esfuerzos para reducir los desequilibrios fiscales, lo que ha permitido un cierto avance en 1996 en el proceso de convergencia presupuestaria. Pero todavía la situación con respecto a algunos países como Grecia, Italia y Bélgica es francamente preocupante, ya que la deuda sigue sobrepasando el nivel del 100% del PIB.

La evolución del indicador sobre el *tipo de interés* está estrechamente vinculada a los avances logrados en torno a la estabilidad de precios y el saldo presupuestario⁶⁷. La trayectoria seguida por este indicador es claramente descendente, produciéndose, con respecto a 1995, una apreciable disminución del valor de convergencia (10,3 en 1995 a 9,0 en 1996). Así, todos los países, excepto Italia y Grecia, cumplen el criterio en 1996. A este descenso han contribuido tanto la mejora de las perspectivas de inflación y el saldo presupuestario como el comportamiento de los mercados monetarios a lo largo de 1996⁶⁸.

Por último, respecto al criterio de *estabilidad cambiaria*, el mantenimiento de la banda de fluctuación de $\pm 15\%$ desde Agosto de 1993 plantea dudas sobre la interpretación de este criterio. Y así, pueden existir dos posibles interpretaciones: una interpretación estricta, según la cual sólo cumplirían la estabilidad cambiaria las monedas que se hayan mantenido dentro de la banda estrecha de $\pm 2,25\%$ sin devaluar en los dos años previos a la tercera fase; o bien, otra interpretación que considera como banda de referencia la de $\pm 15\%$. Si se adopta la interpretación estricta, sólo Alemania, Holanda y Austria cumplen el requisito; pero, con la consideración de la banda de $\pm 15\%$ siete países no cumplirían actualmente el indicador: Italia y Reino Unido al haber abandonado la disciplina cambiaria del SME a finales de 1992⁶⁹, España y Portugal al haber devaluado sus respectivas monedas en Marzo de 1995, Grecia y Suecia por no pertenecer al mecanismo de cambios del SME y, Finlandia por haberse incorporado el 14 de Octubre de 1996 a dicho mecanismo.

Luego, si analizamos el nivel de cumplimiento de las condiciones de convergencia nominal en 1995 y 1996, contenido en el Cuadro 2 podemos concluir que en 1995 el criterio más cumplido es el de la estabilidad de precios y en 1996 el de tipo de interés a largo plazo seguido del de estabilidad de precios y, los dos más incumplidos en

⁶⁷ Se recoge como variable tipo de interés a largo plazo los rendimientos de la deuda pública a diez años en los mercados nacionales.

⁶⁸ A la apreciación global del dólar hay que sumar el aumento de la confianza de los mercados financieros en la realización de la UME.

⁶⁹ A pesar de que Italia se ha incorporado de nuevo a finales de noviembre de 1996.

ambos casos son los que hacen referencia a la estabilidad presupuestaria. Sólo Luxemburgo cumpliría todos los criterios; y considerando el criterio de estabilidad cambiaría en su versión menos estricta existen cinco países que incumplen sólo un criterio; son Dinamarca, Finlandia, Francia, Holanda e Irlanda. En el polo opuesto y como países candidatos a realizar mayores esfuerzos para cumplir las condiciones de convergencia nominal están Grecia e Italia, que en 1996 no cumplen ningún requisito y España y Portugal que únicamente cumplen uno.

Después de todas estas consideraciones cabe preguntarse qué países tienen mayores posibilidades de formar parte de la futura UME en 1999. De acuerdo con las previsiones realizadas por la Comisión de la UE y por el FMI, recogidas en el Cuadro 3, para 1997, tan sólo Luxemburgo y Francia cumplirían estrictamente los criterios de convergencia de Maastricht. Con una interpretación más flexible de los criterios⁷⁰ países como Dinamarca, Irlanda, Holanda, Finlandia, Suecia y Portugal, teniendo en cuenta la favorable evolución de los precios, tipos de interés e indicadores fiscales, podrían encontrarse entre el grupo de países que pasarían el examen de acceso a la tercera fase de la UME. El caso de Bélgica e Italia es excepcional, ya que a pesar de los progresos realizados en materia de déficit público, todavía se prevé que van a registrar elevados niveles de endeudamiento (127,0% y 122,3% del PIB respectivamente, según las previsiones de la Comisión). Respecto al Reino Unido se prevén avances importantes en la reducción del déficit (pasando de 4,4% del PIB en 1996 a 3,3 ó 3,5% en 1997), que pueden ir acompañados de cierta tendencia al alza del nivel de endeudamiento según las previsiones de la Comisión, pero no según las previsiones del FMI; aunque todavía en niveles inferiores al 60% del PIB. En cualquier caso, este país puede hacer uso de la cláusula de opción (*opting-out*), al igual que Dinamarca, que le permitiría mantenerse fuera de la UME. En el caso de Alemania y España, todavía podrían mantener un cierto desequilibrio presupuestario⁷¹. Por último, Grecia se prevé como el país que se encontrará más alejado de la convergencia nominal para 1997.

Al final, llegado el momento decisivo, seguramente primará la decisión política sobre los datos estadísticos y entrarán a formar parte de la UME muchos más países

⁷⁰ Según se afirma en el artículo 104C del Tratado de Maastricht, existe la posibilidad de dar una interpretación más flexible a los criterios, en el sentido de que más que el valor de referencia en sí mismo, lo realmente importante es que un país se esté aproximando a dicho valor a un ritmo satisfactorio o se sitúe cerca de éste.

⁷¹ Dadas las dificultades de la economía alemana para cumplir el criterio del déficit se ha apuntado la posibilidad de flexibilizar este criterio en el sentido de computar los pagos netos a la UE dentro de dicho criterio.

de los que inicialmente se barajan en las diferentes listas de candidatos; pero siempre teniendo en cuenta que las decisiones sobre qué países deberán formar parte de ella debe adoptarse de forma conjunta al influir sobre los costes y beneficios de la unión la homogeneidad o, en su caso, heterogeneidad del grupo.

4. BIBLIOGRAFÍA

- ALESINA, A. y V. GRILLI (1993), «On the Feasibility of a One or Multi-speed European Monetary Union»; *NBER working paper* núm. 4350; April.
- BALDWIN, R. y P. KRUGMAN (1989), «Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks»; *Quarterly Journal of Economics*; vol. 104; págs. 635-654.
- BALDWIN, R. (1992), «European Monetary Union and its Ramifications for the International Monetary System and non-Member Countries»; *Journal of Development Planning*; vol. 22; págs. 41-52.
- BAYOUMI, T. y B. EICHENGREEN (1992), «Shocking Aspects of European Monetary Unification»; *NBER, Working Paper*, núm. 3949.
- BAYOUMI, T. y M. TAYLOR (1992), «Macroeconomics Shocks, the ERM, and Tri-Polarity»; *CEPR, Discussion Paper*; núm. 711.
- BEGG, D. y C. WYPLOSZ (1993), «The European Monetary System: Recent Intellectual History»; en DE LA DEHESA, G. (ed), *The Monetary Future of Europe*; Center for Economic Policy Research; London; págs. 1-78.
- CHAMIE, N., A. DE SERRES y R. LALONDE (1994), «Optimum Currency Areas and Shock Asymmetry: a Comparison of Europe and the United States»; *Bank of Canada, Working Paper*.
- DE CECCO, M. (1974), «Optimum Currency Areas and European Monetary Integration»; *Journal of World Trade and Law*; núm. 8; págs. 463-474.
- DECRESSIN, J. y A. FATAS (1993), «Regional Labor Dynamics in Europe and Implications for EMU»; *Working Paper*; INSEAD.
- DECRESSIN, J. y A. FATAS (1995), «Regional Labor Markets Dynamics in Europe»; *European Economy Review*; núm. 39 ; págs. 1627-1655.
- DE GRAUWE, P. y W. VANHAVERBEKE (1991), «Is European Optimum Currency Area? Evidence from Regional Data»; *CEPR, Discussion Paper*; núm. 555.
- DE GRAUWE, P. (1994), «Teoría de la Integración Monetaria: hacia la Unión Monetaria Europea»; *Colegio de Economistas de Madrid*; Celeste Ediciones; Madrid.
- DE GRAUWE, P. (1996), «La Economía de la Convergencia hacia la Unión Monetaria en Europa»; en J. R. CUADRADO y T. MANCHA (eds), *España frente a la UEM*, Ed. Civitas, S.A.; págs. 83-115.
- EICHENGREEN, B. (1990), «Is Europe an Optimum Currency Areas?»; *CEPR, Discussion Paper*, núm. 478.

- EICHENGREEN, B. (1992), «Should the Maastricht Treaty be Saved?»; Princeton University; *Studies in International Finance*; núm. 64.
- EMERSON, M. *et al.* (1992), «One Market, One Money»; *Oxford University Press*; Oxford.
- EUROPEAN COMMISSION (1990); *European Economy*, núm. 44; October.
- FRATIANNI, M. y J. VON HAGEN (1990), «German Dominance in the EMS: the Empirical Evidence»; *Open Economies Review*; núm. 1; págs. 67-87.
- FRATIANNI, M. y J. VON HAGEN (1992), «The European Monetary System and European Monetary Union»; *West View Press*; Boulder; Colorado.
- GIAVAZZI, F. y M. PAGANO (1988), «The Advantage of Tyng One's Hands»; *European Economic Review*; vol. 32; págs. 1055-1082.
- GIAVAZZI, F. y A. GIOVANNINI (1989), «Limiting Exchange Rate Flexibility»; MIT Press; Cambridge.
- GIOVANNETTI, G. (1992), «Pegged Exchange Rates»; en EATWELL, J.; M. MILGATE y P. NEWMAN (eds), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*; vol. 3; Mcmillan; London; págs. 216-227.
- GROSS, D. y N. THYGESEN (1991), «Towards Monetary Union in the European Community: Why and How»; en WELFENS. P.J.J. (ed), *European Monetary Integration*, Springer-Verlag, págs. 95-123.
- KENEN, P.B. (1969), «The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View»; en R.A. SWOBODA (eds), *Monetary Problems of the International Economy*; The University of Chicago Press; Chicago and London; págs. 41-60.
- KENEN, P.B. (1995), «Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht»; *Cambridge University Press*; Cambridge.
- KRUGMAN, P. (1991), «Geography and Trade»; Cambridge; MIT Press.
- MCKINNON, R.J. (1963), «Optimum Currency Areas»; *American Economic Review*; vol. 53; núm. 4; págs. 717-725; September.
- MUNDELL, R.A. (1961), «A Theory of Optimum Currency Areas»; *American Economic Review*; vol. 51; núm. 4; págs. 657-665; September.
- TAVLAS (1994), «The Theory of Monetary Integration»; *Open Economies Review*; vol. 5; págs. 211-230.
- VON HAGEN, J. y M. NEUMANN (1994), «Real Exchange Rates within and between Currency Areas: How far away is EMU?»; *The Review of Economics and Statistics*; núm. 76 ; págs. 236-244.

CUADRO 1a: POSICIÓN DE CONVERGENCIA NOMINAL EN 1995

Indicadores de Maastricht

A. ESTABILIDAD DE PRECIOS: Índice de Precios al Consumo

Valor de Convergencia		Países que cumplen el criterio	Países que no cumplen el criterio
		Finlandia 1,0	Portugal 4,1
		Bélgica 1,5	España 4,7
		Francia 1,8	Italia 5,4
Finlandia	1,0	Alemania 1,8	Grecia 9,3
Bélgica	1,5	Dinamarca 1,8	
Francia	1,8	Luxemburgo 1,9	
Media	1,4	Holanda 2,0	
		Austria 2,2	
		Irlanda 2,5	
		Suecia 2,5	
		Reino Unido 2,8	

(1,4 + 1,5) = 2,9

B. ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA

B.1. Déficit Público (% del PIB)

Valor de Convergencia		Países que cumplen el criterio	Países que no cumplen el criterio
		Luxemburgo 0,4	Alemania -3,5
		Dinamarca -1,7	Holanda -3,8
		Irlanda -2,1	Bélgica -4,5
			Francia -5,0
			Reino Unido -5,1
			Portugal -5,2
			Finlandia -5,6
			España -5,9
			Austria -6,1
			Suecia -6,8
			Italia -7,2
			Grecia -9,0

-3,0

B.2. Deuda Pública (% del PIB)

Valor de Convergencia		Países que cumplen el criterio	Países que no cumplen el criterio
		Luxemburgo 5,9	España 65,2
		Francia 52,4	Austria 69,4
		Reino Unido 54,0	Portugal 71,6
		Alemania 58,1	Dinamarca 71,9
		Finlandia 59,6	Holanda 79,0
			Suecia 79,9
			Irlanda 85,5
			Grecia 111,5
			Italia 124,6
			Bélgica 133,7

60,0

C. TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO

Valor de Convergencia		Países que cumplen el criterio	Países que no cumplen el criterio
		Luxemburgo 6,1	Suecia 10,8
		Alemania 6,9	Portugal 11,6
		Austria 6,9	España 11,8
Finlandia	9,1	Holanda 7,5	Italia 12,0
Bélgica	7,9	Francia 7,8	Grecia -
Francia	7,8	Bélgica 7,9	
Media	8,3	Reino Unido 8,5	
		Dinamarca 8,7	
		Irlanda 8,7	
		Finlandia 9,1	

(8,3 + 2,0) = 10,3

D. ESTABILIDAD CAMBIARIA

D.1. Tipo de cambio en la banda estrecha del SME durante dos años sin devaluar.

D.2. Tipo de cambio en la banda del 15% sin tensiones fuertes ni devaluación en los dos últimos años.

Fuente: Banco de España, "Cuentas Financieras de la Economía Española" y FMI, "World Economic Outlook".

CUADRO 1b: POSICIÓN DE CONVERGENCIA NOMINAL EN 1996

Indicadores de Maastricht

A. ESTABILIDAD DE PRECIOS: Índice de Precios al Consumo			
País	Valor de Convergencia	Países que cumplen el criterio	Países que no cumplen el criterio
Suecia	0,5	Suecia	Reino Unido
Finlandia	0,6	Finlandia	Portugal
Luxemburgo	1,4	Luxemburgo	España
Media	0,8	(0,8 + 1,5) = 2,3	Italia
		Alemania	Grecia
		Irlanda	
		Austria	
		Francia	
		Bélgica	
		Dinamarca	
		Holanda	

B. ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA			
B.1. Déficit Público (% del PIB)			
País	Valor de Convergencia	Países que cumplen el criterio	Países que no cumplen el criterio
		Luxemburgo	Bélgica
		Irlanda	Alemania
		Dinamarca	Austria
		Holanda	Portugal
	-3,0	Suecia	Francia
		Finlandia	Reino Unido
			España
			Italia
			Grecia

B.2. Deuda Pública (% del PIB)			
País	Valor de Convergencia	Países que cumplen el criterio	Países que no cumplen el criterio
		Luxemburgo	Alemania
		Reino Unido	España
		Francia	Austria
		Finlandia	Dinamarca
	60,0		Portugal
			Irlanda
			Suecia
			Holanda
			Grecia
			Italia
			Bélgica

C. TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO			
País	Valor de Convergencia	Países que cumplen el criterio	Países que no cumplen el criterio
		Finlandia	Italia
		Alemania	Grecia
		Austria	
		Bélgica	
		Francia	
	7,0	Holanda	
		Luxemburgo	
		Dinamarca	
		Finlandia	
		Reino Unido	
		Suecia	
		Portugal	
		España	

D. ESTABILIDAD CAMBIARIA			
D.1. Tipo de cambio en la banda estrecha del SME durante dos años sin devaluar.			
País	Valor de Convergencia	Países que cumplen el criterio	Países que no cumplen el criterio
		Finlandia	Italia
		Alemania	Grecia
		Austria	
		Bélgica	
		Francia	
	7,0	Holanda	
		Luxemburgo	
		Dinamarca	
		Finlandia	
		Reino Unido	
		Suecia	
		Portugal	
		España	

D.2. Tipo de cambio en la banda del 15% sin tensiones fuertes ni devaluación en los dos últimos años.			
País	Valor de Convergencia	Países que cumplen el criterio	Países que no cumplen el criterio
		Finlandia	Italia
		Alemania	Grecia
		Austria	
		Bélgica	
		Francia	
	7,0	Holanda	
		Luxemburgo	
		Dinamarca	
		Finlandia	
		Reino Unido	
		Suecia	
		Portugal	
		España	

Fuente: Banco de España, "Cuentas Financieras de la Economía Española" y FMI, "World Economic Outlook".

CUADRO 2: NIVEL DE CUMPLIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE CONVERGENCIA NOMINAL
Indicadores de Maastricht (1995, 1996)

	Estabilidad de Precios (IPC)		Déficit Público		Deuda Pública		Tipos de Interés a Largo Plazo		Estabilidad Cambiaria (*)		Nº Criterios Cumplidos	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Alemania	Si	Si	No	No	Si	No	Si	Si	Si	Si	4	3
Austria	Si	Si	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	3	3
Bélgica	Si	Si	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	3	3
Dinamarca	Si	Si	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	4	4
España	No	No	No	No	No	No	No	Si	No	No	0	1
Finlandia	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	No	3	4
Francia	Si	Si	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	4	4
Grecia	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No	0	0
Holanda	Si	Si	No	No	Si	No	Si	Si	Si	Si	3	4
Irlanda	Si	Si	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	4	4
Italia	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No	0	0
Luxemburgo	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	5	5
Portugal	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No	0	1
Reino Unido	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	No	3	3
Suecia	Si	Si	No	No	Si	No	No	No	No	No	1	3
Nº de países que cumplen el criterio	11	11	3	6	5	4	10	13	8	8	37	42

(*) Tipo de cambio en la banda de 15% sin tensiones fuertes ni devaluación en los dos últimos años.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos del Banco de España y del FMI.

CUADRO 3: CRITERIOS DE CONVERGENCIA DE MAASTRICHT EN 1997
(Previsiones del FMI y de la Comisión Europea)^(*)

	Estabilidad de Precios (IPC)		Estabilidad Presupuestaria		Deuda Pública		Tipos de Interés a Largo Plazo		Nº Criterios Incumplidos	
	FMI	CE	FMI	CE	FMI	CE	FMI	CE	FMI	CE
Alemania	1,7	1,5	3,0	2,9	61,9	61,9	7,2	6,2	1	1
Austria	1,9	2,0	3,0	3,0	73,8	72,2	7,2	6,2	1	1
Bélgica	2,0	2,1	3,0	2,9	129,6	127,0	7,3	6,4	1	1
Dinamarca	1,9	2,2	1,0	0,3	74,2	67,8	8,1	7,1	1	1
España	3,1	3,4	3,4	3,0	67,1	67,1	8,3	8,3	2	2
Finlandia	2,0	0,6	1,8	2,2	61,8	61,5	7,7	6,8	1	1
Francia	1,6	2,0	3,0	3,0	57,3	58,1	7,0	6,2	0	0
Grecia	6,6	8,2	6,0	6,5	106,2	109,3	-	-	4	4
Holanda	2,9	2,1	2,5	2,5	77,3	76,8	7,2	6,1	1	1
Irlanda	2,5	1,5	2,3	0,9	76,3	70,0	7,3	7,1	1	1
Italia	3,0	3,5	5,5	3,3	122,8	122,3	8,6	8,6	2	3
Luxemburgo	2,0	1,5	0,0	-0,5	6,8	8,8	7,0	6,0	0	0
Portugal	3,0	3,2	3,8	2,9	70,7	69,0	8,1	8,1	2	2
Reino Unido	2,4	2,4	3,3	3,5	50,8	57,0	8,3	7,8	1	2
Suecia	2,3	0,1	3,0	2,9	78,5	77,6	8,3	7,8	1	1
Valor de Referencia	3,2	2,2	3,0		60		9,2	8,9		

(*) CE: Datos de febrero de 1997; FMI: Datos de finales de marzo de 1997.

Art. 104C del Tratado de Maastricht ---> Existe la posibilidad de dar una interpretación más flexible a los criterios ---> más que el valor de referencia en sí mismo, lo realmente importante es que un país se esté aproximando a dicho valor a un ritmo satisfactorio o se sitúe cerca de éste.

FUENTE: World Economic Outlook (IMF); May 1997 y Eurostat.