

La Eurozona como Unión Monetaria: tres enfoques y un resultado

Por Marcelo Bruchansky¹

Resumen

A fin de decidir si es conveniente la constitución de una Unión Monetaria, la teoría económica tiene distintos enfoques. De acuerdo a los escritos de Robert Mundell de la década del 60', no es conveniente constituir una Unión Monetaria a menos que se pueda sustituir la devaluación externa por otra interna.

En cambio, Mundell en la década del 70' analiza los beneficios de eliminar el riesgo cambiario a través de la conformación de una Unión Monetaria. Desde la experiencia Argentina, Marcelo Diamand analizó la viabilidad de la convivencia de sectores con productividades muy disímiles bajo una misma moneda. A partir de tres enfoques diferentes entre sí, se llega a un mismo resultado: la Eurozona no es viable de acuerdo a su actual conformación.

¹El autor es Licenciado en Economía, Universidad de Buenos Aires

Introducción

La administración del tipo de cambio a través de la autoridad monetaria otorga numerosas ventajas. La política cambiaria es un instrumento poderoso que sirve para ajustar la economía ante shocks externos o internos que afecten su estabilidad y/o competitividad, se destaca por su rápida capacidad de respuesta para equilibrar el Balance de Pagos y puede desincentivar a los flujos de capital especulativo, entre otros beneficios. Asimismo, de la relación entre el tipo de cambio y los costos internos de un producto se obtiene el precio al que un país coloca dicho producto en el mercado internacional. Esto significa que los países menos productivos deben sostener un tipo de cambio más alto para poder competir con otros países más productivos. (Diamand 1972)

Sin embargo, algunos países deciden renunciar a ejercer su política cambiaria soberana. En la década del 90', Argentina fijó su tipo de cambio al dólar lo que le permitió reducir la tasa de inflación y ganar credibilidad respecto a la estabilidad de su moneda.

Otra posibilidad consiste en establecer una Unión Monetaria (UM) con otros países. Este último caso es el de la Zona Euro. Las ventajas de una UM son:

- La eliminación de la incertidumbre cambiaria dentro de la zona integrada.
- Las ganancias de reputación y credibilidad de su propia moneda con la posibilidad de que la misma se convierta en moneda de reserva internacional.
- La emisión de deuda a menor tasa y con plazos más largos.

- El ahorro en los costos de transacción dentro de la UM, tanto para los flujos financieros como de mercancías.

- La mayor transparencia de los precios.

- La profundización del proceso de integración regional.

Por lo tanto, la decisión por parte de un país de contar con una política cambiaria propia o integrarse en una UM pareciera resolverse de acuerdo a si las ventajas de lo primero son mayores a lo segundo o no lo son. A fin de brindar un marco para la elección de la mejor opción en cada caso es que Robert Mundell comenzó el desarrollo de la teoría de las Zonas Monetarias Óptimas según la cual, la pérdida de política monetaria y cambiaria como mecanismos de ajuste resultaría muy costosa ante un shock asimétrico², a menos que otros mecanismos de ajuste como son la flexibilización de los salarios nominales y precios o la movilidad de los trabajadores entre regiones resulten efectivos.

Ahora bien, la mayoría de los países funcionan como uniones monetarias y difícilmente se pueda sostener que alguno se asimila a una Zona Monetaria Óptima: su estructura productiva varía entre regiones, los salarios nominales son inflexibles a la baja y la movilidad de la fuerza de trabajo es limitada (aunque en menor medida que entre países). Pero sin embargo, existe un estado nacional que mediante transferencias fiscales neutraliza los shocks asimétricos.

En consecuencia, a menos que exista un Estado que transfiera recursos entre las distintas regiones, difí-

²Por shock asimétrico, se considera a cambios en la demanda o en la oferta que afectan a las distintas regiones de forma desigual.

cilmente una unión monetaria pueda funcionar. Es por eso que Mundell en sus primeros escritos de la década del 60' desaconsejaría la conformación de la Eurozona y propondría tipos de cambio flexibles como la mejor opción.

No obstante, en la década del 70' Mundell cambia su enfoque respecto a las uniones monetarias. McKinnon denomina a sus primeros escritos como Mundell I y a los posteriores como Mundell II.

Mientras Mundell I suponía que la eficiencia del mercado ajustaría los tipos de cambio flexibles a lo largo del tiempo, Mundell II supone que el mercado permitiría una correcta asignación de los flujos de capital con un tipo de cambio fijo. Su enfoque se movió hacia cómo la incertidumbre sobre el tipo de cambio futuro podía inhibir la diversificación internacional de portafolios y socavar la división de los riesgos.

Si existen movimientos de capital como de hecho se establecieron plenamente en Europa luego de 1987, la volatilidad del mercado genera movimientos sobre los tipos de cambio que no necesariamente tienen que ver con los fundamentals de la economía. Asimismo, existen monedas más aceptadas que otras, por lo que los países con monedas más débiles deben emitir deuda en la moneda de un país más fuerte. En la medida que se acumula deuda, esto puede llevar a corridas del mercado contra el tipo de cambio en el país más débil. Entonces, los ajustes suaves mediante tipos de cambio flexibles que proponía Mundell I no son posibles.

Es por eso que Ronald McKinnon sostiene, ba-

sándose en Mundell II, que sólo una moneda común convencería a los intermediarios financieros de diversificar libremente sus activos, esto es, por fuera de los límites nacionales. En tal caso, ante un shock asimétrico, un país podría utilizar toda su tenencia de moneda para la importación desde el país con el que comparte la unión monetaria o podría emitir deuda con mayor facilidad lo que promovería la profundización de los mercados de capitales.

Por otro lado, para los países en desarrollo que cuentan con importantes dotaciones de algún recurso natural e intentaron llevar adelante un proceso de industrialización, el problema de contar con sectores con productividades muy dispares dentro de un mismo país no es nuevo. Por eso es que los aportes teóricos de autores como Marcelo Diamand quien estudió la estructura productiva desequilibrada en Argentina pueden resultar útiles para la experiencia de la Eurozona ya que, en esta última, conviven bajo una misma moneda muchos países con productividades muy disímiles.

Si se considera que la Eurozona es viable de acuerdo a Mundell I, deberían existir entonces mecanismos de ajuste de la economía que puedan sustituir a la política cambiaria para que funcione como una Zona Monetaria Óptima. Es por eso que en la primera parte de este trabajo se analiza el funcionamiento de los ajustes alternativos en la Eurozona.

En la segunda parte, se examina si los motivos según los cuales Mundell II propone la conformación de la Zona Euro resultaron sostenibles. Esto es, si una

moneda única que fomenta una mayor movilidad de capitales ayudó a equilibrar las estructuras productivas y diversificar los riesgos entre países.

Finalmente, se analiza a la Eurozona como una estructura productiva desequilibrada en la cual unos países resultan más competitivos que otros por lo que tienen mayor facilidad para colocar su producción en el mercado mundial, dada la existencia de un tipo de cambio único entre la Eurozona y el resto del mundo.

A más de 11 años del lanzamiento del Euro, en este trabajo se propone analizar los motivos por los cuales la Zona Euro ha devenido en la actual crisis.

Mecanismos de ajustes no cambiarios en la Eurozona

La (in)flexibilidad de los salarios a la baja

La devaluación de la moneda permite disminuir los precios locales con respecto a los internacionales siendo los salarios uno de los precios más importantes de la economía. Como en una Unión Monetaria una devaluación no es posible, es necesario encontrar otros mecanismos para ajustar los precios locales a los internacionales. Es por eso que autores como Barry Eichengreen consideran que la flexibilización de salarios es una de las mejores posibilidades que tiene la Zona Euro para funcionar como una Zona Monetaria Óptima. Entonces propone mercados laborales más flexibles. Este economista considera que, a diferencia de Estados Unidos que puede ajustar gracias a la movilidad geográfica de sus trabajadores, las barreras culturales y lingüísti-

cas entre los países de Europa limitan las migraciones. Consecuentemente, su propuesta consiste en recortar salarios, pensiones y otros gastos a fin de mejorar la competitividad de las regiones con problemas. La dificultad sería entonces, según este autor, que los sistemas de negociación salarial fijan un salario más alto que el que se corresponde con la productividad de la economía. Para corregir eso, propone la flexibilización salarial que generaría los mismos efectos que una depreciación de la moneda. Es decir, la devaluación externa se podría sustituir por una devaluación interna.

Sin embargo, la inflexibilidad de los salarios nominales a la baja fue un tema tratado por Keynes cuando en la Teoría General critica a los clásicos:

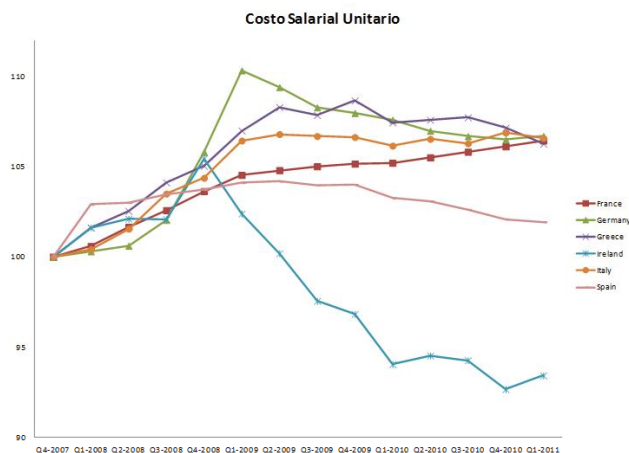
“Desde el momento que existe movilidad imperfecta del trabajo y que los salarios no tienden a producir igualdad precisa de ventajas netas para diferentes ocupaciones, cualquier individuo o grupos que consienta una reducción de sus salarios en relación con otros, sufrirá una disminución relativa de sus salarios reales. Por el contrario, sería impracticable oponerse a toda reducción de los salarios reales debido a un cambio en el poder adquisitivo del dinero, que afecta a todos los trabajadores por igual.”³ (Keynes 1936)

Por lo tanto, la única forma según la cual Keynes considera que es viable reducir salarios es mediante el deterioro del poder adquisitivo de la moneda, lo que no es posible para el caso de un país al interior de una Zona Monetaria. En el mismo sentido, Stiglitz indica que la solución propuesta de una reducción uniforme de los

³John Maynard Keynes (1936) , La Teoría General del empleo , el Interés y el Dinero, Fondo de Cultura Económica.

salarios nominales es inalcanzable y sus consecuencias distributivas serían inaceptables. Es decir, no es una solución a los problemas actuales que enfrenta la Eurozona, mucho menos en un contexto recesivo como el actual donde es necesario un mayor gasto para reactivar la economía.

En el siguiente gráfico, se puede observar un índice de los costos salariales unitarios⁴ trimestrales que cubre a la mayoría de las actividades económicas con base 100 en el cuarto trimestre de 2007. En general, no se desprende del gráfico que exista en los países considerados una tendencia a la baja de los costos salariales con la excepción de Irlanda. En este último, la baja fue de un 6,6% entre puntas. Incluso luego de desatada la crisis económica internacional, en ningún caso hay una caída significativa de los costos salariales unitarios que se asimile, por ejemplo, a la devaluación cambiaria de alrededor de 300% que sufrió Argentina después de su crisis de 2001.



Fuente: Elaboración del autor en base a datos de OECD

Hay que tener en cuenta además que los salarios son un porcentaje bajo en muchas actividades in-

dustriales y por lo tanto, menores remuneraciones no implican estrictamente una reducción de costos significativa. Asimismo, los costos laborales no sólo dependen de la magnitud absoluta de los salarios sino también de los niveles de productividad.

La (in)movilidad de los factores

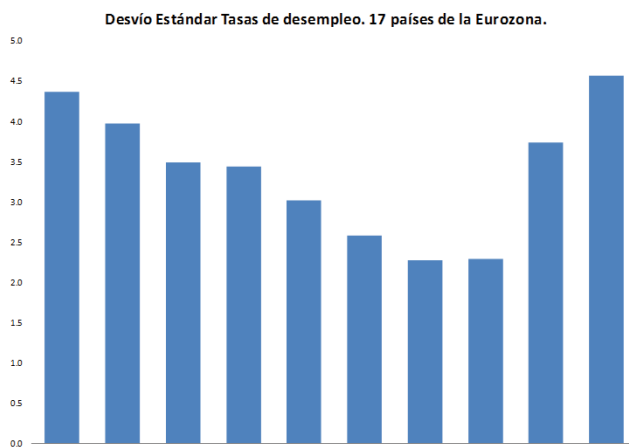
Mundell I plantea que una zona monetaria es óptima cuando dentro de esta existe plena movilidad de la fuerza de trabajo. Entonces ante un shock asimétrico, los trabajadores que quedan ociosos en la región A pueden encontrar ocupación en B. Se trata de un ajuste por medio de cantidades a diferencia del caso anterior que era un ajuste vía precios.

Mundell I escribe su artículo en 1961, en plena vigencia de los acuerdos de Bretton Woods, por lo que no analiza los flujos de capital. De todas maneras, en el ejemplo que da Mundell I de productores del este y oeste de Estados Unidos y Canadá, no resulta factible que, ante un shock asimétrico en contra del oeste, los capitalistas de la industria de automóviles del oeste vayan al este a producir madera.

Por otro lado, se estima que la movilidad de trabajadores en Europa es muy escasa. Como reconoce Eichengreen, esto se debe fundamentalmente a restricciones lingüísticas y culturales que no se pueden superar más allá de que esté permitido el tránsito de personas en la Unión Europea. Se estima que no más de un 3% de la fuerza laboral europea total trabaja fuera de su país de origen.

⁴Los costos laborales unitarios son calculados como la razón entre los costos laborales totales y el producto real.

El aumento en la dispersión entre tasas de desempleo en 2009 y 2010 de los distintos países de la Zona Euro confirma la poca movilidad laboral. Considerando las tasas de desempleo de los 17 países de la Eurozona, se puede observar en el gráfico que la desviación estándar de dichas tasas fue disminuyendo entre 2002 y 2007 pero aumentó abruptamente en 2009 y 2010. Esto indicaría que ante la ocurrencia de shocks asimétricos que caracterizan a las crisis económicas, las tasas de desempleo no tienden a converger sino todo lo contrario. Por lo tanto, no hay movilidad de la fuerza de trabajo que reaccione ante los shocks. Si la hubiera, se esperaría que la tasa de desempleo sea similar para los distintos países.



Elaboración propia en base a datos de Eurostat

A diferencia de las discusiones acerca de si es posible o no flexibilizar los salarios nominales, sobre la movilidad de trabajadores hay consenso en cuanto a que no es viable ni va a serlo en un futuro próximo.

Transferencias fiscales

Si ante un shock asimétrico, no se produce un

ajuste por medio de los mecanismos de mercado descritos previamente (caída de salarios y/o movilidad de la fuerza de trabajo), las transferencias de recursos desde el país beneficiado al país perjudicado mediante un presupuesto comunitario pueden también atenuar las consecuencias del shock dentro de un área monetaria.

Si bien la mayoría de los países no son Zonas Monetarias Óptimas, pueden al menos contar con un Estado que redistribuya recursos entre las regiones. En ese sentido, Eichengreen propone la existencia de un mecanismo de co-seguros fiscales que sirva a los países afectados por un shock asimétrico pero que no implique transferencias continuas. Esta propuesta no lograría entonces solucionar los problemas estructurales de la Eurozona.

La cuestión es si una unión monetaria puede funcionar sin una unión fiscal o una reforma institucional que tenga atributos similares. Joseph Stiglitz considera que mayores transferencias fiscales son la única posibilidad que tiene la Eurozona para sobrevivir. Por el momento, el presupuesto de la Eurozona no es representativo para las amenazas a las que debe hacer frente.

Es interesante destacar que ante un shock asimétrico, en la región que resulta beneficiada aumenta la recaudación fiscal mientras que en la región perjudicada, el efecto es el opuesto. Si no hay una unidad política, la región favorecida no tendría por qué transferir rentas de forma gratuita a la región desfavorecida. Un ejemplo de esto es que los paquetes de rescate a Grecia por parte de la Unión Europea están sujetos a condicionalidad.

des, como son la reducción del déficit fiscal y la mayor flexibilización salarial.

En la Eurozona, las transferencias fiscales también están a cargo del Banco Central Europeo que tiene la posibilidad de rescatar países comprando bonos soberanos problemáticos. Pero estas medidas surgen también como respuesta a la crisis y no como transferencias de rentas continuas que reconozcan las asimetrías estructurales de la Eurozona.

En síntesis, la Eurozona no es una Zona Monetaria Óptima en el sentido de Mundell I ya que la política cambiaria no tiene sustitutos. Tampoco existen transferencias fiscales continuas que compensen las asimetrías.

La moneda única para aumentar los flujos de capitales

McKinnon se basa en Mundell II para sostener que mediante la constitución de una zona monetaria se puede diversificar con mayor facilidad los riesgos de los distintos activos puesto que se elimina el riesgo cambiario. Los mercados funcionan asignando capitales eficientemente y la mayor diversificación de portafolios permite profundizar el sistema financiero.

De hecho, a partir del 01/01/1999 cuando se crea el Euro, las firmas de países periféricos como Italia, Portugal, España e incluso Francia pudieron alargar la estructura de sus deudas mediante la emisión denominada en Euros. Asimismo, la tasa de interés se redujo considerablemente acercándose a la pagada por las

firmas alemanas; también pudieron alejarse del crédito bancario a favor del mercado de capitales, menos costoso.

Por otro lado, las compañías de seguros, los fondos de pensión y los bancos que estaban obligados a mantener la mayoría de sus activos denominados en moneda doméstica a fin de poder hacer frente a sus pasivos, con la aparición del Euro, pudieron diversificar sus carteras a lo ancho de la Zona Euro.

En lo que se refiere a la tenencia accionaria, los administradores de cartera recomiendan mantener la mayor parte de las acciones denominadas en la moneda local. Esto es lo que se llama "home bias". En consecuencia, la diversificación del riesgo es menor a la deseada. Pero a partir del Euro, la diversificación de las carteras de acciones entre países de la Eurozona es mucho mayor.

No obstante, reconoce McKinnon que a pesar de los beneficios que una unión monetaria trae, no elimina los riesgos de auges y caídas que caracterizan a los mercados de capitales. Los resultados a los que conducen los mercados financieros son inherentemente inciertos.

Por otro lado, la cuestión no es si una unión monetaria permite profundizar los mercados de capitales sino si dicha profundización fomenta el desarrollo de aquellos países periféricos dentro de la unión. Es decir, el endeudamiento puede orientarse hacia inversiones productivas o hacia el consumo corriente. En el primer caso, se pueden generar los medios para pagar las deu-

das. En el segundo, no.

Mientras duraron los acuerdos de Bretton Woods, el rol de las instituciones financieras privadas en la intermediación de los flujos de capital y tipos de cambio era mínimo. En dicho sistema, los desbalances comerciales y financieros estaban fuertemente restringidos dentro de los límites dados por la existencia de Reservas y los potenciales préstamos del Fondo Monetario Internacional (FMI). El préstamo del FMI complementaba a las Reservas en el sostenimiento del tipo de cambio al mismo tiempo que el país quedaba condicionado a restablecer el Balance Externo. Es decir, a cambio del préstamo, el FMI imponía restricciones fiscales para disminuir la demanda agregada y, a través de la misma, las importaciones. El FMI podía también imponer la devaluación de la moneda en caso de que los desbalances sean muy grandes.

Pero la mayor disponibilidad de flujos financieros privados a partir de la década de 1970 permitió a los países deficitarios esquivar el proceso de ajuste del FMI. Además, los flujos de capital podían financiar déficit mucho mayores y persistentes, pudiendo generar incluso la apreciación de la moneda a pesar de la acumulación de déficits. Así fue que países como Argentina, Brasil o Rusia combinaron déficit por Cuenta Corriente con apreciación de sus monedas. Claro que finalmente, el ajuste se produjo y en forma de una crisis financiera.

En consecuencia, en vez de quedar limitados por el tamaño de sus reservas internacionales, los países deficitarios quedaban limitados por el deseo de los

mercados financieros internacionales de proveer recursos. Por lo tanto, el límite para acumular stock de deuda está dado por el punto en el cual los capitales no están más dispuestos a financiar déficits, generando a continuación una crisis financiera y cambiaria.

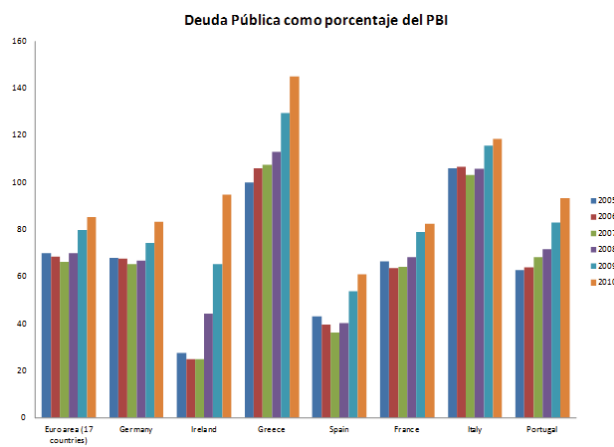
Es por eso que la diversificación del riesgo y la eliminación de asimetrías entre monedas dentro de la Eurozona han resultado en una carnada para los mercados de capital que jubilosos por la desaparición del riesgo cambiario, no consideraron que continuaba habiendo un riesgo de default. Confiaron en que el Banco Central Europeo actuaría como prestamista de última instancia pero sus fondos resultaron insuficientes para eso. Se trató de un claro problema de riesgo moral en el cual los capitales creyeron que los países centrales de la Eurozona saldrían a rescatar a los periféricos pero, por ahora, lo hicieron sólo parcialmente.

En algunos países de la Zona Euro, los flujos de capital sustentaron niveles de deuda mucho más altos que en países como Argentina antes de la crisis, por ejemplo. Los límites para sostener déficits de Cuenta Corriente se extendieron; primero con el fin de Bretton Woods y se extendieron luego aún más para los países de la periferia de la Eurozona. Pero eso no implica que no haya un límite. En dicho límite los mercados retroceden y sospechan que la situación de un determinado país se podría replicar generando un efecto contagio en los otros países débiles de la Eurozona.

Cada uno de los países de la Eurozona emite deuda denominada en Euros pero eso no significa que

puedan emitir dinero para pagar sus deudas. Por lo tanto, no es una deuda “sin riesgo” como puede ser el caso de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos. De hecho, no es muy distinta la situación si Grecia emitía deuda en dólares como lo hace cualquier país. Al fin y al cabo, en ambos casos necesitan de hacerse de las divisas necesarias para pagar sus deudas.

En el gráfico siguiente se observan los porcentajes de deuda pública sobre PBI para algunos de los países de la Eurozona. El tipo de cambio fijo fomentó la acumulación de stocks de deuda mayores a lo deseable.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Eurostat

Estructura productiva desequilibrada

Como bien señala Mundell I, los países no son necesariamente Zonas Monetarias Óptimas. En el caso argentino, Marcelo Diamand estudió la “estructura productiva desequilibrada” consecuente de la coexistencia de dos sectores con distintas productividades: el sector agrario cuya productividad es muy alta gracias a las condiciones naturales de la tierra y un sector industrial que

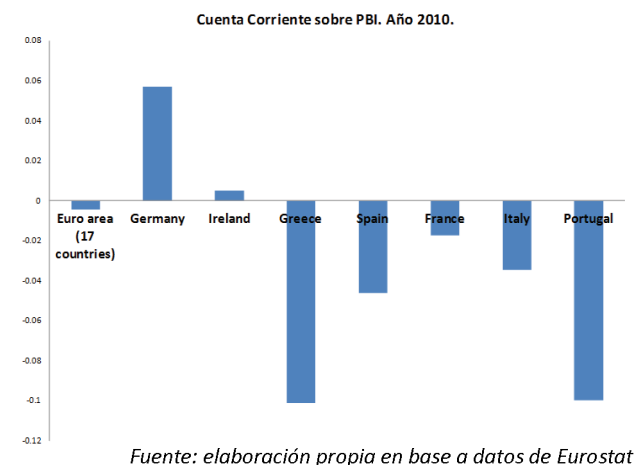
creció gracias a los aranceles a las importaciones implementadas durante el período de la Industrialización por Sustitución de Importaciones (1930-1975).

El sector agrario puede exportar dado que su productividad le permite competir con los precios internacionales mientras que el sector industrial sólo abastece al mercado interno gracias a los aranceles a las importaciones ya que, si quisiera exportar y competir con el mercado internacional debería hacerlo con un tipo de cambio más depreciado. Sin embargo, el tipo de cambio queda determinado por la productividad del sector agrario. De tal manera, Diamand sostiene que el problema de la industria argentina no es que no sea competitiva per se sino que comparte una zona monetaria con otro sector mucho más productivo. Es decir, analiza el mismo problema que Mundell I pero desde una óptica desarrollista. También es comparable a la enfermedad holandesa en el sentido de que el ingreso de divisas de un sector afecta la competitividad del resto.

En el caso de la Zona Euro, el país claramente superavitario es Alemania dado que su producción es competitiva a nivel internacional (incluso con el euro apreciado). Por lo tanto, la producción alemana sería el equivalente al agro argentino pero en la Zona Euro⁵. Así como el sector agrario establece el tipo de cambio en Argentina quitándole la oportunidad a la industria de competir con el resto del mundo, el tipo de cambio de la Eurozona le quitó a los países periféricos la posibilidad de poder competir en el mercado internacional.

En el gráfico siguiente se observan los Balan-

ces de Cuenta Corriente de algunos de los países de la Eurozona. Como se mencionó previamente, el país que sobresale por lo superavitario es Alemania. Ahora bien, en el caso Argentino, el sector industrial cuenta con aranceles a las importaciones por lo que si bien no exporta, está cubierto en el mercado local. En cambio, los países como Grecia, España o Portugal no cuentan con dicha ventaja ya que por estar dentro de una zona de integración económica, hay libre movilidad de bienes y servicios desde el resto de la Unión Europea. Sumado a esto, para Argentina Diamand propuso las retenciones a las exportaciones agrarias como una forma de crear un tipo de cambio múltiple y así subsidiar al sector menos productivo. Sin embargo, no existen retenciones a las exportaciones alemanas y el Euro se mantiene apreciado.

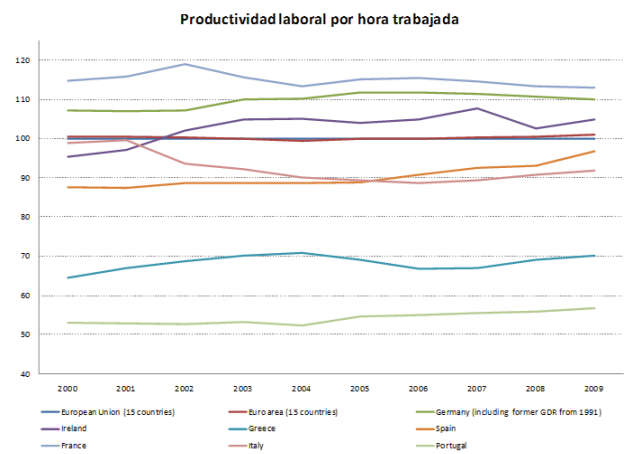


Considerando a toda la Eurozona (17 países), su déficit de cuenta corriente es pequeño con lo cual si se analiza al bloque en su conjunto, no hay un problema externo.

En realidad, el problema en la Zona Euro no son los shocks asimétricos que, como su nombre lo indica,

son consecuencia de una circunstancia mercantil específica sino las diferencias en el desarrollo de las fuerzas productivas entre países. Estas últimas son estructurales y su modificación implica un largo proceso de catch up y, por lo general, un Estado desarrollista con más grados de libertad que los que se tiene en una Unión Monetaria.

El gráfico que aparece a continuación muestra los índices que miden la productividad laboral por hora trabajada en algunos de los países considerados de la Eurozona, siendo la Unión Europea de 15 países la región base (igual a 100). La disparidad entre los dos países más productivos (Francia y Alemania) y los dos menos productivos (Portugal y Grecia) es sustancial.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Eurostat

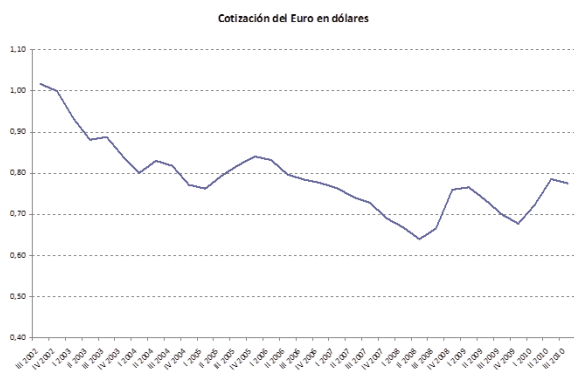
La competitividad alemana se explica por la diferenciación de producto y no por menores precios por lo que, parte de su superávit no depende de la competencia por precios.

La pérdida de competitividad de los países periféricos de la Eurozona es un proceso que se origina mucho antes de la aparición del Euro aunque la apreciación

⁵ Claramente, no es lo mismo producir soja que diseñar y fabricar automóviles de última generación en el sentido que en el primer caso se produce una distribución mercantil de las ganancias mientras que en el segundo la distribución es colusoria. Para ver más al respecto de las diferencias entre sectores productivos, ver en Erik Reinert (2002), El rol de la tecnología en la creación de países ricos y pobres: el subdesarrollo en un sistema schumpeteriano.

nominal de esta moneda entre 2002 y 2008 terminó por condenar a estos países a déficits de Cuenta Corriente persistentes.

No existe en la Eurozona una política cambiaria formal hacia el resto del mundo. Es decir, el Banco Central Europeo no tiene un mecanismo formal para llevar adelante política cambiaria. Por lo tanto, todos los países de la Eurozona se enfrentan al mundo con un mismo tipo de cambio sin reconocer las asimetrías estructurales al interior. El gráfico siguiente describe la apreciación del Euro frente al dólar.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del CEI

Conclusión

En primer lugar, se puede sostener que la Unión Monetaria Europea dista de ser una Zona Monetaria Óptima de acuerdo a como la definió Mundell I. La devaluación interna no puede sustituir a la devaluación externa. Pero su problema no es la posibilidad de que se produzca un shock asimétrico sino que desde el principio estuvo constituida por regiones con niveles de desarrollo muy dispares. A menos que se acepte que la única vía para una solución son las transferencias fiscales entre

países miembros, sus asimetrías se seguirán evidenciando hasta ser insostenibles.

En segundo lugar, la eliminación del riesgo cambiario dentro de la Eurozona benefició a los países periféricos que pudieron acceder a un mercado de capitales más amplio con mejor financiación. Pero el problema fue que el ingreso de capitales sostuvo déficits de Cuenta Corriente persistentes. Finalmente, cuando la acumulación de deuda llega a un nivel en el que los capitales se retiran, se produce una crisis como la actual.

Por último, en la Eurozona conviven países con productividades muy disímiles bajo una misma moneda. Como se indicó al inicio, el precio al que un país coloca un bien en el mundo está dado tanto por la productividad con la que se produjo dicho bien como por el tipo de cambio. Aquellos países menos competitivos internacionalmente, deprecian su moneda para poder competir en el mercado internacional. Por lo tanto, los déficits de Cuenta Corriente de los países periféricos de la Eurozona se explican porque el Euro se encuentra apreciado para su nivel de productividad; no porque sean menos productivos per se. Dado que el Euro depende de los movimientos internacionales de capital en vez de la autoridad del Banco Central Europeo, es difícil que dicha moneda se deprecie.

Las soluciones propuestas se relacionan con recortar los déficits públicos y flexibilizar salarios. Como la Eurozona no es una Zona Monetaria Óptima según Mundell I, pareciera que mediante dichas medidas se pretendiese convertirla en tal. Pero mayores impuestos

y menor gasto sólo generarán una menor demanda y, multiplicador keynesiano mediante, un menor ingreso. La alternativa deflacionaria (en precios y salarios) es recesiva.

En conclusión, si se pretende mantener unida a la Eurozona, el mejor camino es depreciar el Euro e incrementar las transferencias fiscales. En caso contrario, es preferible la salida de los países más débiles. Como esto implica reestructurar la deuda que tienen dichos países con las instituciones financieras europeas, esta salida tampoco resulta amena a las mayores potencias europeas. Además, se teme por las consecuencias de un efecto contagio entre los países con dificultades.

Así es que finalmente, por no poder optar por alguna de las alternativas viables, se optó por ajustes fiscales recesivos que profundizarán las tensiones y dificultarán aún más la solución al problema de fondo.

Bibliografía

Mario Blejer y Eduardo Levy Yeyati (2010), *Is Europe doing everything wrong*, Project–Syndicate, European Economies series. [en línea] disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/blejer2/English>

Marcelo Diamand (1972), *La estructura productiva desequilibrada Argentina y el Tipo de cambio*, Desarrollo Económico Vol 12 n° 45.

Barry Eichengreen (2010), *Europe’s inevitable haircut*, Project–Syndicate, The New Financial Order series. [en línea] disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/eichengreen25/English>

Barry Eichengreen (2010), *Europe’s historic gamble*”, Project–Syndicate, The New Financial Order series. [en línea] disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/eichengreen17/English>

John Maynard Keynes (1936), *La Teoría General del empleo, el Interés y el Dinero*, Fondo de Cultura Económica.

Jan Kregel (2008), *Financial Flows and International Imbalances. The Role of Catching-up by Late Industrializing Developing Countries*, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper N° 528.

Benedicta Marzinotto (2010), *Unbalanced Europe*, Project–Syndicate. [en línea] disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/marzinotto1/English>

Ronald Mckinnon (2008), *The Intricacies of the Theory of Optimum Currency Areas: What is Relevant for Poland?*, Warszawa : Narodowy Bank Polski.

Ronald Mckinnon (2000), *Mundell, the Euro, and Optimum Currency Areas*, Department of economics, Stanford University. [en línea] disponible en: <http://www-siepr.stanford.edu/workp/swp00009.pdf>

José García Menéndez (1998), *La Unión Económica y Monetaria Europea. Una revisión de la literatura*, Comercio Exterior, Banco Nacional de Comercio Exterior–México, vol. 48, n° 3, pp. 171-183.

Robert Mundell (1961), *“A theory of Optimum Currency Areas”*, The American Economic Review, Vol. 51, pp. 657 – 665.

Andrés Musacchio (2008), *Costos y beneficios de una integración monetaria en el MERCOSUR: reflexiones a la luz de la experiencia europea*, CICLOS en la historia, la economía y la sociedad. N° 33/34.

Erik Reinert (2002), *El rol de la tecnología en la creación de países ricos y pobres: el subdesarrollo en un sistema schumpeteriano*, Cuadernos de Discusión, año 7, n°12.

Nouriel Roubini (2010), *The debt death Trap*, Project–Syndicate, After the Storm series. [en línea] disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini24/English>

Nouriel Roubini (2010), *A survival strategy for the Eurozone*, Project–Syndicate, After the Storm series. [en línea] disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini33/English>

Nouriel Roubini (2010), The Eurozone's autumn hangover, Project-Syndicate, After the Storm series. [en línea] disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini29/English>

Joseph Stiglitz (2010), Can the Euro be saved?,. Project-Syndicate, Unconventional Economic Wisdom series. [en línea] disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz125/English>