

# ¿POR QUÉ EL EURO?

## PRIMERA PARTE. EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

### 1. POLÍTICA CAMBIARIA

El objetivo de la política cambiaria es alcanzar el *equilibrio exterior* del país mediante la elección de un sistema de tipos de cambio. Se dice que existe equilibrio exterior cuando la balanza de pagos está casi equilibrada. Pero, ¿qué es la balanza de pagos?, y ¿qué es un sistema de tipos de cambio?

#### 1.1 La balanza de pagos

La balanza de pagos es el registro de las transacciones de los residentes de un país con el resto del mundo. Cualquier pago efectuado a extranjeros es una partida de debe en la balanza de pagos. Cualquier pago procedente de extranjeros es una partida del haber. Ello da lugar a tres grandes cuentas en la balanza de pagos: la cuenta corriente, la cuenta financiera y la cuenta de capital.

- I. *La cuenta corriente* registra el comercio de bienes y servicios, así como las transferencias. Las transferencias están formadas por las remesas (de trabajadores en el extranjero), las donaciones y las ayudas (como las dedicadas al desarrollo).
- II. *La cuenta financiera* registra las compras y ventas de activos, ya sea reales (tierra, viviendas, fábricas, etc) o financieros (acciones, bonos, etc.). Esta cuenta es algo especial, porque la compra de activos se anota como un débito, y la venta como un crédito. La razón de ello radica en la consideración de la compra de un activo como si se ‘importara’ algo, y la venta como si se ‘exportara’ también algo.
- III. *La cuenta de capital* registra los movimientos de oro y reservas de divisas, así como otras transferencias de poca importancia.<sup>1</sup>

Se habla de *saldo de la balanza de pagos básica* al saldo conjunto de las operaciones de la cuenta corriente más las operaciones por la compra o venta de activos de la cuenta financiera. Este saldo podrá ser positivo o negativo, o, dicho de otro modo, existirá un superávit o un déficit. Sin embargo, el conjunto de la balanza de pagos está siempre en equilibrio contable, pues existe una partida equilibradora constituida por los movimientos de las reservas de divisas y oro. Si la balanza de pagos básica ha tenido superávit, ello quiere decir que se han registrado unas entradas netas del exterior en forma de oro y divisas, las cuales han hecho que aumenten las reservas de oro y divisas del país. Estas entradas se contabilizan en la cuenta de capital. En cambio, si el país ha tenido un déficit, ocurrirá lo contrario.<sup>2</sup>

Es interesante destacar que el déficit de la balanza de pagos básica puede producirse, a tenor de la definición que hemos dado del mismo, bien por un déficit excesivo de la cuenta corriente (que revela una pérdida de competitividad de la economía), no compensado por la entrada de capitales

---

<sup>1</sup> Paul R. Krugman y Maurice Obstfeld: *Economía internacional: teoría y política*, Madrid, ed. Addison Wesley, 2006, pp. 314-9.

<sup>2</sup> Manuel Esteve: *El sistema monetario internacional*, Barcelona, ed. Salvat, 1974, p. 27.

de exterior, o bien por un déficit excesivo en la cuenta financiera (que representa una salida de capitales), no compensado por un superávit por cuenta corriente.<sup>3</sup>

A largo plazo, lo normal es que la balanza de pagos de un país pase por situaciones de déficit y de superávit, de modo que las reservas adquiridas en los periodos de superávit sirvan para cubrir los periodos de déficit. Pero en caso de déficit permanentes, si un país no tiene reservas de divisas u oro a los que recurrir, *tiene* que equilibrar su balanza de pagos, por muy doloroso y difícil que pueda ser.

En definitiva, cuando un país mantiene transacciones económicas con terceros países las cuentas exteriores deben necesariamente cuadrar.<sup>4</sup>

## 1.2 Sistemas de tipos de cambio

A continuación veremos de qué instrumentos disponen los Estados para equilibrar la balanza de pagos. Distinguimos entre los sistemas de tipos de cambio fijos y los tipos de cambio fluctuantes. Pero antes explicaremos qué es el tipo de cambio.

### 1.2.1 ¿Qué es el tipo de cambio?

Gracias al comercio de bienes y servicios una parte de la producción de nuestro país se exporta a otros, mientras que algunos bienes que se consumen o invierten en nuestro país son producidos por otros países e importados. Y gracias a las finanzas internacionales, las economías domésticas, bancos o empresas, pueden tener activos, como Letras del Tesoro o bonos de sociedades de otros países, o bien emitir este tipo de instrumentos financieros para pedir prestado al exterior. En realidad, la mayoría de las economías domésticas tienen casi exclusivamente activos nacionales, pero no así los bancos y las grandes empresas.

Si por ejemplo, una empresa mexicana vende productos a una empresa española, deseará cobrar en pesos, por lo que la empresa española deberá comprar pesos mexicanos y utilizarlos para pagar al fabricante mexicano. Y alternativamente, si una empresa española vende sus acciones en el mercado mexicano, los interesados en comprarlas deberán primero comprar euros. Las personas y empresas que quieren comprar monedas extranjeras deben acudir al mercado de divisas (las divisas son toda la moneda utilizada en un país ajeno a su lugar de origen.) En este mercado se determina el precio de cada una de las monedas expresada en la moneda nacional. Este precio no es otra cosa que el tipo de cambio.<sup>5</sup>

El tipo o tasa de cambio entre dos monedas distintas es, como acabamos de ver, la tasa o relación de proporción que existe entre el valor de una y la otra. Dicha tasa es un indicador que expresa cuántas unidades de una divisa se necesitan para obtener una unidad de la otra.

Por ejemplo, si la tasa de cambio entre el euro y el dólar estadounidense (EUR/USD) es de 1,3145, ello significa que el euro equivale a 1,3145 dólares. Del mismo modo, si la tasa se calcula

---

<sup>3</sup> Paul R. Krugman y Maurice Obstfeld: *op. cit.*, pp. 489.

<sup>4</sup> Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer: *Curso breve de macroeconomía*, Madrid. ed. McGraw-Hill, 1995, pp. 168.

<sup>5</sup> Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer: *ibídem*, pp. 165 y s.; y <[http://es.wikipedia.org/wiki/Tipo\\_de\\_cambio](http://es.wikipedia.org/wiki/Tipo_de_cambio)>

a la inversa (USD/EUR), ello resulta en una tasa de 0,7608, lo cual significa que el dólar equivale a 0,7608 euros.<sup>6</sup>

El *mercado de divisas* (también conocido como Forex, abreviatura del término inglés *Foreign Exchange*) es un mercado mundial y descentralizado en el que se negocian divisas. Una característica del mercado Forex es el elevado volumen diario de transacciones: se mueven alrededor de 3 billones de dólares americanos cada día. A diferencia del Mercado Bursátil, el Mercado de Divisas carece de una ubicación centralizada. Opera como una red electrónica global de bancos, instituciones financieras y operadores individuales, todos dedicados a comprar o vender divisas.

De acuerdo con un estudio del Banco de Pagos Internacionales de 2004:

- el 53% de las transacciones eran exclusivamente entre bancos
- 33% fueron entre bancos y otro tipo de firma financiera
- 14% se realizaron entre un intermediario y una compañía no financiera.<sup>7</sup>

Se ha estimado que el tamaño del mercado en 2007 era de alrededor de dos billones de dólares, una cifra realmente gigantesca. La principal plaza financiera es Londres, donde más del 25 por ciento de todas las transacciones son procesadas, le sigue Nueva York en un distante segundo lugar, y luego Tokio en un tercero aún más distante.

En cuanto a las divisas más intercambiadas, la introducción del euro ha supuesto aquí un cambio importante. El par euro/dólar EE.UU. en 2004 ya representaba, según también el Banco de Pagos Internacionales, el 28 por ciento de todas las transacciones de divisas, seguido por el par dólar de EE.UU./yen japonés, que representaron el 18 por ciento de todas las transacciones. Cabe destacar que en 2004 el 14 por ciento de todas las transacciones se siguen llevando a cabo entre el dólar de EE.UU. y la libra esterlina.<sup>8</sup>

### 1.2.2 Tipos de cambios fijos

En un sistema de tipos de cambio fijos, los bancos centrales de cada país están dispuestos a comprar y vender sus monedas constantemente a un precio fijado en alguna cosa. De 1870 a 1914 esa cosa fue el oro (*patrón oro*), que se restableció por poco tiempo en los años 20; desde finales de la Segunda Guerra Mundial hasta 1973, fue el oro y el dólar (*patrón de cambios oro*).<sup>9</sup>

Por ejemplo, en Francia el banco central, es decir, la Banque de France, compraba o vendía en los años sesenta del siglo XX cualquier cantidad de dólares a 4,90 francos franceses por cada dólar americano. El hecho de que los bancos centrales estuvieran dispuestos a comprar o vender cualquier cantidad de dólares a estos precios o tipos de cambio fijos, significa que los precios de mercado eran, de hecho, iguales a los tipos fijos. ¿Por qué? Pues porque nadie que quisiera comprar dólares americanos pagaría más de 4,90 francos por dólar cuando podían comprarse francos a ese precio a la Banque de France. Asimismo, nadie se desprendería de dólares a cambio

<sup>6</sup> <[http://es.wikipedia.org/wiki/Tipo\\_de\\_cambio](http://es.wikipedia.org/wiki/Tipo_de_cambio)>

<sup>7</sup> <[http://es.wikipedia.org/wiki/Mercado\\_de\\_divisas](http://es.wikipedia.org/wiki/Mercado_de_divisas)>

<sup>8</sup> **Marcello de Cecco**: "Foreign exchange markets, history of", en **Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume (eds.)**: *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*, Palgrave Macmillan, 2008. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_F000172](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_F000172)>

<sup>9</sup> **Paul R. Krugman y Maurice Obstfeld**: *op. cit.*, pp. 506 y s.

de francos por menos de 4,90 francos por dólar si la Banque de France estaba dispuesta a comprar dólares a ese precio a través del sistema bancario comercial.<sup>10</sup>

Los bancos centrales mantienen *reservas* –existencias de divisas y oro- para venderlas cuando deseen o tengan que intervenir en el mercado de divisas. La intervención es la compra o venta de divisas por parte del Banco Central. Para poder mantener fijo el tipo de cambio, evidentemente es necesario tener divisas con el fin de poder cambiarlas por la moneda nacional.

Por lo tanto, en la medida en que el banco central tenga las reservas necesarias, puede continuar interviniendo en los mercados de divisas para mantener constante el tipo de cambio. Sin embargo, si un país incurre persistentemente en déficit de la balanza por cuenta corriente, el banco central acaba quedándose sin reservas de divisas y no puede continuar interviniendo.<sup>11</sup>

En suma, en un sistema de tipos de cambio fijos, los Bancos Centrales están dispuestos a satisfacer todas las demandas de divisas a un precio fijo expresado en la moneda nacional. Financian el exceso de demanda o de oferta de divisas (es decir, los déficit o superávit de la balanza de la balanza de pagos, respectivamente) al tipo de cambio fijo reduciendo o aumentando sus reservas de divisas.<sup>12</sup>

¿Cómo se resuelve los déficit por cuenta corriente en un sistema de tipo de cambio fijo? Pues existen tres formas: el ajuste automático, la devaluación y la cooperación internacional.

A.- *El ajuste automático.* Este mecanismo es muy sencillo, pero de consecuencias dolorosas. Cuando un país incurre en un déficit por cuenta corriente, significa que está comprando más de lo que vende; por tanto, sus residentes tendrán necesidad de divisas extranjeras que el Banco Central tendrá que suministrar; así, cambiando la moneda nacional que le ofrecen los importadores por divisas extranjeras, el Banco Central reduce la Oferta Monetaria del país; pero esta reducción implica una subida de los tipos de interés, una contracción económica, desempleo y caída de precios; reducción de los precios que hace más competitivos los productos internos, por lo que las importaciones se reducen y las exportaciones aumentan. El equilibrio exterior se ha restablecido, pero a costa de desestabilizar los precios y elevar el desempleo; o sea, del equilibrio interno.<sup>13</sup>

B.- *Devaluación y revaluación.* Existe una devaluación cuando las autoridades oficiales suben el precio de las monedas extranjeras en un sistema de tipos de cambios fijos. Por lo tanto, una devaluación significa que los extranjeros pagan menos por la moneda devaluada, o que los residentes del país que devalúa pagan más por las monedas extranjeras. Lo contrario de una devaluación es una revaluación.

Pongámonos ahora en la situación de una devaluación. Sabemos que una devaluación es un aumento del precio de las divisas expresado en la moneda nacional. Dados los precios nominales de dos países (es decir, si estos precios permanecen constantes) la devaluación eleva el precio relativo de los bienes importados en el país que devalúa, y reduce el precio relativo de las exportaciones de dicho país. La devaluación es principalmente una política de desviación del gasto. De este modo, dados los precios de los bienes extranjeros expresados en las monedas extranjeras (por ejemplo, los precios de los bienes americanos expresados en dólares), una

---

<sup>10</sup> Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer: *op. cit.*, pp. 169 y s.

<sup>11</sup> Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer: *op. cit.*, pp. 170.

<sup>12</sup> Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer: *op. cit.*, p. 175.

<sup>13</sup> Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer: *op. cit.*, p. 413 y s.

devaluación sube el precio relativo de los bienes extranjeros. Disminuyen las importaciones y aumentan las exportaciones, creándose empleo.

Vemos pues que en un sistema de tipos de cambio fijos el tipo de cambio puede ser un instrumento de la política económica, que se puede utilizar discrecionalmente por parte de los poderes públicos en caso de un desequilibrio exterior.<sup>14</sup> Pero esto tiene, sin embargo, importantes consecuencias, tanto internas como externas.

En el plano interno, una devaluación implica un empobrecimiento del país que la aplica, ya que desde ese momento las importaciones son más caras. Como dice el economista Jacques Kahn, una devaluación equivale a una 'quiebra parcial' de la moneda.<sup>15</sup>

En el plano externo, las consecuencias las reciben los países con los que tenemos relaciones económicas. Una devaluación desplaza la demanda en detrimento de los bienes extranjeros y en favor de los nuestros. Disminuye la producción y el empleo extranjeros. Con ello creamos empleo en nuestro país a costa del resto del mundo. Es lo que se denomina una 'política de empobrecer al vecino'.<sup>16</sup>

*C. La cooperación internacional.* En los dos casos anteriores, hemos visto cómo un país puede combatir los déficit exteriores mediante procedimientos que tienen graves consecuencias, bien internas o externas. Ello condujo a la búsqueda de otras medidas que no tuvieran estos resultados, y que se encontraron finalmente fuera del individualismo liberal: en la cooperación internacional. Mediante ésta, un país que registrara un déficit exterior temporal podía pedir prestado parte de sus reservas al banco central de otro país que tuviera superávit, para así tener tiempo y: 1) cuando se tuviera otra vez superávit devolver las divisas prestadas, o 2) tomar poco a poco medidas internas que mejoren la competitividad de su economía.

En fin, el sistema de tipos de cambio fijos tiene dos implicaciones políticas relevantes. La primera, es el deseo de no dejar la fijación del tipo de cambio al arbitrio del mercado, al suponer que sin la intervención de los poderes públicos aquél mostraría una gran variabilidad en el tiempo, perjudicial para las transacciones internacionales. La segunda, es el poder discrecional del Gobierno a la hora de aplicar 'devaluaciones competitivas' que carguen sobre las espaldas de los países extranjeros el peso de las dificultades internas.<sup>17</sup>

¿Por qué fracasó el sistema de tipos de cambio fijos? Si analizamos primero las causas que permitieron su funcionamiento, lo entenderemos más fácilmente.

Un elemento que facilitó el funcionamiento de este sistema durante el siglo XIX fue el hecho de que los gobiernos pudieran sacrificar el equilibrio interno al externo, permitiendo a la libertad de capitales y al mecanismo de ajuste automático actuar sin obstáculos, gracias a que quienes sufrían en sus carnes sus dolorosos efectos, es decir los trabajadores, no tenían reconocidos sus derechos sindicales y políticos. Pero esto no podía ya suceder en el siglo XX, con potentes

---

<sup>14</sup> **Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer:** *op. cit.*, pp. 174, 415 y s.

<sup>15</sup> **Jacques Kahn:** *Para comprender las crisis monetarias*, México, ed. Premia, 1979, p. 22.

<sup>16</sup> **Brian Tew:** *Cooperación monetaria internacional*, Barcelona, ed. Labor, 1970, pp. 67.

<sup>17</sup> **Brian Tew:** *ibidem*, pp. 21, 67 y s.

sindicados y partidos obreros, con regímenes electorales más democráticos y una Gran Depresión en los años 30 que aumentaba el número de los descontentos.<sup>18</sup>

Esto es lo que quiso decir el economista John Maynard Keynes cuando señaló lo siguiente:

*“En verdad, el patrón oro es ya una reliquia del tiempo de los bárbaros. Todos nosotros, comenzando por el gobernador del Banco de Inglaterra y continuando hacia abajo, estamos fundamentalmente interesados en preservar la estabilidad de los negocios, los precios y el empleo, y no estamos dispuestos, cuando se nos fuerza a elegir, a sacrificar deliberadamente estas metas en pos de un dogma gastado (...). Los defensores de este antiguo patrón no llegan a darse cuenta de lo lejos que está del espíritu y de las necesidades de la era actual”.*<sup>19</sup>

El sistema se vio puesto a prueba cuando estalló la Gran Depresión, que afectó a la mayoría de los países capitalistas en la década de 1930. En estas condiciones no se podía confiar en el mecanismo de ajuste automático de los desequilibrios externos, pues ello equivalía a agravar el ya preocupante desequilibrio interno, expresado en altas tasas de desempleo. Además, la cooperación internacional se vio fuertemente perturbada por los agravios que surgieron tras la Primera Guerra Mundial con el asunto de las reparaciones de guerra que los países perdedores tenían que abonar a los vencedores.<sup>20</sup> Estos países decidieron o bien suspender la convertibilidad de sus monedas, abandonando el sistema de tipos de cambios fijos por uno de fluctuación, o bien aplicar fuertes devaluaciones competitivas, política que se ha definido como de ‘sálvese quien pueda’ y que no podía sino implicar que los otros países impusieran fuertes impuestos a la importación (aranceles) para proteger su economía, y con ello la reducción de los intercambios internacionales y el retorno a la autarquía.<sup>21</sup>

En la *Conferencia de Bretton Woods* (1944) se llegó a un acuerdo internacional para volver al sistema de tipos de cambio fijos para después de la guerra, permitiéndose a los Gobiernos realizar en caso de necesidad una devaluación de hasta el 10% a su propia iniciativa, pero subordinando posteriores devaluaciones al visto bueno del Fondo Monetario Internacional, institución creada tanto para asumir funciones de árbitro en estas cuestiones como para conceder préstamos a los países con déficit exteriores.<sup>22</sup>

Esta reconstrucción de la cooperación internacional se hizo a la medida de los intereses de Estados Unidos, que a finales de la guerra era el mayor acreedor internacional y se encontraba, por tanto, en condiciones de imponer sus opiniones en el Fondo Monetario Internacional. Se dejaron de lado las recomendaciones de Keynes, que sugirió la creación de una moneda internacional que estuviera disponible para los países con déficit exteriores, así como la obligación de los países con superávit de adoptar medidas para la corrección de los mismos.<sup>23</sup>

El FMI es probablemente la institución no gubernamental más poderosa del mundo actual y no exenta de polémica. Fundado en 1945, en realidad comenzó a operar en 1947. Tiene su sede en

---

<sup>18</sup> **Barry Eichengreen:** *Golden fetters. The gold standard and the great depression, 1919-1939*, Nueva York/Oxford, Oxford University Press, 1992, pp. 6. Este autor no menciona el hecho de que la Revolución Rusa suponía una inquietante amenaza para otros gobiernos europeos.

<sup>19</sup> Cit. en **Niall Ferguson:** *Dinero y poder en el mundo moderno, 1700-2000*, Madrid, ed. Taurus, 2001, pp. 450 y s.

<sup>20</sup> **Barry Eichengreen:** *op. cit.*, pp. 390-3.

<sup>21</sup> **Marcello de Cecco:** *El sistema monetario internacional*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1991, p. 27.

<sup>22</sup> **Brian Tew:** *op. cit.*, pp. 75 y s.

<sup>23</sup> **Barry Eichengreen:** *op. cit.*, pp. 397 y s.

Washington y se encuadra dentro de la estructura de las Naciones Unidas. Aquí no funciona aquello de ‘un hombre, un voto’ o, en este caso, ‘un país, un voto’. Cada país tiene un poder de voto establecido dentro del organismo, que se calcula dependiendo del tamaño de su economía (PIB), sus reservas internacionales y otras variables económicas. Por tanto, la representación de este órgano se inclina a favor de los países ricos y acreedores.

Los recursos financieros del FMI proceden sobre todo de las suscripciones que los países pagan cuando se unen a la organización o después de las revisiones periódicas, cuando las cuotas se incrementan. El dinero total procedente de las cuotas determina el monto de la suscripción de un país, su poder de voto, y el monto de financiación que puede recibir del Fondo. Desde enero de 1999 las cuotas del FMI han totalizado 290.000 millones de dólares, aunque el FMI tiene una reserva adicional de 46.000 millones para situaciones de emergencia.

En un principio las condiciones para los préstamos del FMI a los países miembros consistían simplemente en aportar ‘un programa eficaz para el establecimiento o mantenimiento de la estabilidad de la moneda’. Con el paso del tiempo estas condiciones limitadas se han convertido en algo de muchísimo más alcance, llegando a regular de facto las políticas económicas del país solicitante. Los pormenores del programa para el país prestatario se detallan en una ‘carta de intenciones’ que es firmada por un alto miembro del Gobierno en cuestión y el director gerente del FMI. Sus objetivos se dirigen hacia la liberalización económica y la reducción del peso del Estado en la economía. Finalmente, el FMI examina las políticas económicas de los países miembros a través de un proceso conocido como supervisión.<sup>24</sup>

Además de las medidas de cooperación internacional que hemos enunciado, se decidió imponer un *control de capitales o control de cambios*. Esta propuesta consiste en eliminar la compraventa libre de las divisas. Así, los exportadores tienen que vender obligatoriamente las divisas conseguidas con sus exportaciones a la entidad gubernamental pertinente, a la que se dirigirán después los importadores para adquirir la divisa necesaria para efectuar sus operaciones. La venta de divisas a los importadores se hace a un tipo de cambio fijado de antemano administrativamente, teniendo estos que conseguir obligatoriamente una licencia de las autoridades monetarias, que tienen el poder de restringir, o incluso negar totalmente la emisión de licencias para determinadas clases de transacciones. Así, controlando la oferta y la demanda de divisas mediante las oportunas licencias, puede conseguirse otra medio para fijar los tipos de cambio.<sup>25</sup>

Los controles de capitales se impusieron en Europa durante la Primera y Segunda Guerras Mundiales, así como después de esta última hasta finales de los años 50, cuando se volvió a la plena libertad y convertibilidad de las divisas. Fue una necesidad práctica la que impuso estas medidas: durante la guerra, los gobiernos querían dedicar sus reservas de divisas a comprar al exterior los recursos necesarios para sostener sus acciones bélicas; después del conflicto, se encontraron con que prácticamente no disponían de estas reservas (que estaban en poder de Estados Unidos, principal proveedor de Europa) por lo que no podían sostener los tipos de cambio interviniendo en el mercado de divisas. También influyó el deseo, como sostiene Barry Eichengreen, de crear un ‘pacto social’ con las fuerzas del trabajo en favor del pleno empleo, evitando el mecanismo de ajuste automático vinculado a la libertad de capitales.<sup>26</sup>

---

<sup>24</sup> **Santiago Camacho:** *La troika y los 40 ladrones*, Madrid, ed. La Esfera de los Libros, 2012, pp. 45-52.

<sup>25</sup> **Brian Tew:** *op. cit.*, pp. 23-5.

<sup>26</sup> **Barry Eichengreen:** *La globalización del capital. Historia del sistema monetario internacional*, Barcelona, ed. Antonio Bosch, 2000, pp. 134.

En opinión del prestigioso historiador de las finanzas Charles P. Kindleberger, los controles de capitales son una tarea casi imposible frente a la inventiva de todos aquellos interesados en esquivarlos.<sup>27</sup> Otros economistas han sostenido que, aunque esto es verdad en el largo plazo, los controles de capitales pueden ser efectivos en el corto plazo, y que ello proporcionaría un intervalo de tiempo valiosísimo para parar un ataque especulativo contra una moneda.<sup>28</sup> Sin embargo, la literatura económica es coincidente en que, al menos en lo que se refiere a la defensa frente a los ataques especulativos, los controles de capitales no son eficaces.<sup>29</sup>

Empero, llama poderosamente la atención que estos estudios sobre los controles de capitales no mencionen el hecho de que el principal protagonista de las actividades especulativas en el mercado de divisas sea el sistema bancario, y de que sometiendo el mismo al control del Estado –es decir, nacionalizándolo- se asestaría un golpe de muerte a tales actividades perjudiciales para el interés nacional.

Algunos políticos han sido capaces de denunciar públicamente estos hechos, como por ejemplo el que fuera presidente de México José López Portillo, quien el día 1 de octubre de 1982, ante la Asamblea General de las Naciones Unidas, describió a su país como “*ejemplo vivo de lo que ocurre cuando esa enorme, volátil y especulativa masa de capital recorre todo el mundo en busca de altos tipos de interés, paraísos fiscales y una supuesta estabilidad política y de cambio. Descapitaliza a países enteros y deja el caos en su estela*”. Ese mismo año, López Portillo ordenó la entrada de tropas en los bancos para impedir el traslado o la destrucción de documentos y cortar las líneas de télex entre las sucursales, hizo montar guardia en las casas de los altos ejecutivos de la banca, y después, impuso controles generales de cambios y nacionalizó la banca.<sup>30</sup>

La cuestión es que progresivamente los países desarrollados se han ido desembarazando de los controles de capitales, de modo que hacia la década de 1980 la mayoría de estos países tenía pocos controles en funcionamiento. Esto se hizo bajo la presunción de que la liberalización de los movimientos internacionales de capital aumentaría la inversión global y el crecimiento económico. Incluso, algunos políticos llegaron a plantear reformar los estatutos del FMI para hacer de la liberalización del capital uno de sus objetivos.

Pero la oleada de crisis financieras y monetarias que se ha extendido por todo el orbe capitalista, precisamente desde la década de 1980, ha obligado a corregir este optimismo injustificado, aceptándose que la liberalización del capital también puede entrañar costes, tanto en países con régimen de tipos de cambio fijos como fluctuantes. Así, los países que confían demasiado en la inversión extranjera serán muy vulnerables a las ‘paradas súbitas’ (*sudden stops*) de las entradas de capital, que desestabilizan la actividad económica. O estas mismas entradas de capital pueden apreciar desmesuradamente una moneda en un sistema de tipos fluctuantes y arruinar sus exportaciones, causando lo que se conoce como la ‘enfermedad holandesa’. O también crear déficit en la balanza de pagos en países con un régimen de tipo de cambio fijo que haga

---

<sup>27</sup> **Charles P. Kindleberger:** *International capital movements*, Cambridge, Cambridge University Press, 1987, p. 58.

<sup>28</sup> **Norman S. Fieleke:** “International capital transactions: should they be restricted?”, en *New England Economic Review* (Marzo/Abril), p. 31. Disponible en <<http://www.bos.frb.org/economic/neer/neer1994/neer294c.pdf>>

<sup>29</sup> **Michel P. Dooley:** “A survey of academic literature on controls over international capital transactions”, en *NBER Working Paper*, n° 5352 (Noviembre, 1995), p. 36. Disponible en <<http://www.nber.org/papers/w5352>>

<sup>30</sup> **R. Thomas Naylor:** *Dinero caliente y deuda internacional: dos caras de una misma moneda*, Barcelona, ed. Planeta, 1987, pp. 62 y 69.



imposible mantener la paridad. Y finalmente, los flujos de capital pueden destinarse a actividades especulativas que generen burbujas que terminan por causar enormes dificultades.<sup>31</sup>

El libre flujo de capitales a escala internacional no sólo se ha asociado a una mayor inestabilidad económica; también otros autores han visto que este fenómeno está fuertemente relacionado con el proceso del desarrollo desigual entre las naciones, a menudo reforzando las diferencias existentes en la economía mundial en vez de estimular la convergencia económica.<sup>32</sup>

En la actualidad, más del 90 por 100 de los países desarrollados están abiertos a la libre movilidad de capitales, mientras que el 55 por 100 de los países emergentes están cerrados a los flujos financieros.<sup>33</sup>

Esta liberalización de los flujos de capitales se ha demostrado incompatible con el régimen de tipos de cambio fijos.

Efectivamente, después de la Segunda Guerra Mundial se aceptó el compromiso, como hemos visto, de hacer recaer en las devaluaciones ‘ordenadas’ la solución a los desajustes de las balanzas de pagos. El problema es que con esta solución, los tipos de cambio fijos se vuelven extremadamente vulnerables a los movimientos especulativos; cuando una moneda (llamémosla peso) que tiene fijada una paridad está bajo sospecha de devaluación, se abre una magnífica posibilidad de negocio: se vende esa moneda (peso) a cambio de otra fuerte (llamémosla dólar), se espera la devaluación y, una vez producida, se recompra la moneda (peso) ganando en la operación un porcentaje igual al de la devaluación. Si no se produce la devaluación se pierden únicamente los (proporcionalmente mínimos) costes de transacción. Esta ‘apuesta unidireccional’ (puede devaluarse o no, pero no revaluarse) origina una presión vendedora sobre el peso que agrava su situación inicial, haciendo necesaria a veces una devaluación que antes de la especulación era evitable. Naturalmente, si se sospecha una revaluación, se tiende a comprar la moneda, lo que incrementa la presión al alza sobre la misma. Éste es un problema importante de los sistemas de tipos fijos. La caída del sistema de Bretton Woods, técnicamente, llegó por la especulación a favor del marco alemán (y contra el dólar). La fuerza de la especulación en las sacudidas del Sistema Monetario Europeo (1979-1989) y de las crisis en América Latina y Asia a finales del siglo XX, son otros casos conocidos del mismo proceso.<sup>34</sup>

Algunos economistas han defendido la actitud de los especuladores, sosteniendo que estos sólo se limitan a ‘anticipar’ unas devaluaciones que tarde o temprano deben producirse, pues los gobiernos no pueden sustraerse a la obligación de ajustar los desequilibrios de sus balanzas de pagos. Para otros, en cambio, cada vez está más claro que son los especuladores quienes ‘provocan’ las devaluaciones, pues con su comportamiento inducen unos desequilibrios cuya

---

<sup>31</sup> **Kristin J. Forbes:** “Capital controls”, en **Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume (eds):** *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*, Palgrave Macmillan, 2008. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_C000025](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_C000025)>

<sup>32</sup> **Paul Bairoch y Richard Kozul-Wright:** “Globalization myths: some historical reflections on integration, industrialization and growth in the world economy”, en *UNCTAD Discussion Papers* nº113 (Marzo, 1996), p. 26. Disponible en <[http://unctad.org/en/Docs/dp\\_113.en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/dp_113.en.pdf)>

<sup>33</sup> **Juan José Toribio:** “La encrucijada del sistema monetario internacional: algunas reflexiones”, en *Información Comercial Española*, nº 855 (Julio-Agosto, 2010), p. 47. Disponible en <[http://www.revisitasice.com/CachePDF/ICE\\_855\\_4356\\_\\_ABEDBF3205D716AE2394086A9EBAEFBE.pdf](http://www.revisitasice.com/CachePDF/ICE_855_4356__ABEDBF3205D716AE2394086A9EBAEFBE.pdf)>

<sup>34</sup> **Juan Tugores Ques:** *Economía internacional. Globalización e integración regional*, Madrid, ed. McGraw-Hill, 2006, p. 174.

resolución obliga a la devaluación; las expectativas del especulador, por la misma acción de este, tienden a verse ‘autoconfirmadas’.<sup>35</sup>

Los bancos centrales, en efecto, son impotentes en la actualidad de hacer frente a las actividades de los especuladores en el mercado de divisas. Por ejemplo, en 1992 el volumen diario de negociación en los mercados de divisas estaba en torno al billón de dólares diarios. En comparación, el monto total de las reservas internacionales de divisas (excluyendo el oro, que no suele utilizarse para intervenciones cambiarias salvo en casos extremos) en el mundo era de 556.000 millones de dólares. En otras palabras, las reservas de los bancos centrales son una pequeña gota en la marea del dinero que se mueve en los mercados de divisas.<sup>36</sup>

No es ninguna casualidad que un conocido especulador afirmase del mercado de divisas que es “*el casino más grande del mundo*”.<sup>37</sup>

### 1.2.3 Tipos de cambio flotantes o flexibles.

En un sistema de tipos de cambio fijos, los Bancos Centrales tienen que suministrar la cantidad de divisas necesaria para financiar los desequilibrios de la balanza de pagos. En un sistema de tipos de cambio flotantes o flexibles, en cambio, los bancos centrales permiten que el tipo de cambio se ajuste para igualar la oferta y la demanda de divisas, por lo que puede variar de un momento a otro.<sup>38</sup> Es como si al tipo de cambio se le dejase ‘flotar’ en el inmenso mar del mercado de divisas, empujado por las corrientes imperantes de la compraventa de divisas.

En un sistema de *flotación limpia*, los Bancos Centrales se mantienen totalmente al margen y permiten que los tipos de cambio se determinen libremente en los mercados de divisas, según la oferta y la demanda de las mismas. Dado que los bancos centrales no intervienen en los mercados de divisas en un sistema de este tipo, las transacciones oficiales de reservas son nulas. Las variaciones constantes y automáticas del tipo de cambio son las que permiten equilibrar la balanza de pagos.

En la práctica, el sistema de tipos flexibles, en vigor desde 1973, no ha sido un sistema de flotación limpia, sino de *flotación dirigida o sucia*. En un sistema de flotación dirigida, los Bancos Centrales intervienen para comprar y vender divisas en un intento de influir en los tipos de cambio. Por lo tanto, en este sistema las transacciones oficiales de reservas no son nulas.<sup>39</sup>

En un sistema de tipos de cambios flexibles, las variaciones del precio de las divisas se conocen con el nombre de *depreciación* o *apreciación* de la moneda. Una moneda se deprecia cuando en un sistema de tipos fluctuantes resulta menos cara en relación con otras monedas. Por ejemplo, si el tipo de cambio de la libra esterlina pasa de 1,80 dólares por libra a 1,75 dólares, la libra se deprecia con respecto al dólar. En cambio, una moneda se aprecia cuando resulta más cara en relación con otras monedas.<sup>40</sup>

---

<sup>35</sup> **Oscar Bajo Rubio:** “Crisis cambiarias: teoría y evidencia”, en *Información Comercial Española*, nº 802 (octubre 2002), *pássim*. Disponible en <[http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE\\_802\\_195207\\_71EC4C0C810DEB17A35E591AF4FB2093.pdf](http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_802_195207_71EC4C0C810DEB17A35E591AF4FB2093.pdf)>

<sup>36</sup> **Juan Pérez-Campanero y Carlos Rodríguez Braun:** *El caos monetario internacional*, Madrid, ed. Historia 16, 1994, p. 26.

<sup>37</sup> Cit. en **Gregory J. Millman:** *Especuladores internacionales: los nuevos vándalos*, Bilbao, ed. Deusto, 1995, p. 349.

<sup>38</sup> **Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer:** *op. cit.*, p. 173.

<sup>39</sup> **Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer:** *op. cit.*, p. 173.

<sup>40</sup> **Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer:** *op. cit.*, pp. 174.

Así, resulta sumamente fácil ver cómo se resuelven los déficits de la balanza de pagos en un sistema de tipo de cambio flexible. Al aumentar la oferta de la moneda nacional en el mercado de divisas por encima de su demanda, su cotización bajará, con lo que las exportaciones aumentarán y se equilibrarán las cuentas con el exterior. Por lo tanto, en principio, los tipos de cambio flotantes son los que parecen aminorar las penalidades del ajuste, ya que éste se efectúa diariamente, por pequeñas variaciones, y a través del tipo de cambio, cuya evolución es menos sensitiva social y políticamente que la implicada por el tipo de cambio fijo.<sup>41</sup>

Los defensores de los tipos de cambio flexibles sostienen que, frente a la lentitud de la aplicación de los ajustes necesarios en un sistema de tipos de cambio fijos, los tipos flexibles funcionan como *estabilizadores automáticos* que no requieren de intervención gubernamental. En definitiva, se postula la tesis de que cuanto más libertad se dé al mercado de cambios, mayor será el realismo en los tipos de cambio, ya que éstos serán fijados por la oferta y la demanda de divisas, y, por tanto, reflejarán la verdadera estructura de las relaciones económicas internacionales.<sup>42</sup>

Los tipos de cambio flotantes, sin embargo, no están exentos de problemas. Por ejemplo, como demuestra el caso de Estados Unidos un país puede mantener constantemente un déficit en la cuenta corriente, sin que su moneda se vea devaluada, mediante el expediente de endeudarse con el exterior: no sólo emitiendo bonos de deuda pública sino también privada. Por tanto, los movimientos en la cuenta financiera de la balanza de pagos es lo que arruina la pretensión de otorgarle al régimen de tipos de cambio flotante un carácter más flexible que el supuestamente más inflexible de los tipos de cambio fijo.

El segundo problema que surge con los tipos de cambio flexibles es que, a diferencia de los fijos, la inestabilidad o ‘volatilidad’ es su principal característica. La inestabilidad cambiaria se manifiesta tanto en el ámbito de la variabilidad a muy corto plazo, como en el de las amplísimas oscilaciones a medio plazo del valor de las monedas. En lo que se refiere al corto plazo, la volatilidad diaria o semanal de los tipos de cambio ha aumentado con el tiempo. Y –desde una perspectiva más a medio plazo- se han registrado asimismo revalorizaciones o desvalorizaciones marcadas y persistentes en las monedas. Se han desarrollado desequilibrios cambiarios muy notables, que han originado correcciones igualmente sustanciosas en la dirección opuesta.<sup>43</sup>

La pregunta que surge al punto es la siguiente: ¿a qué se debe esta variabilidad permanente de los tipos de cambio flotantes?

La primera respuesta intelectual a la misma surgió bien pronto, en la década de los 70, de la mano de un influyente macroeconomista, R. Dornbusch quien dictaminó que los tipos de cambio flotantes tendían a ‘sobrerreaccionar’ (*overshooting*) como respuesta a la política monetaria y a la relativa rigidez de los precios. Pero resulta significativo que una década más tarde, este mismo economista y Jeffrey Frankel concluyeron que esta teoría no sirve para explicar la volatilidad de los tipos de cambio a corto plazo, que en su opinión era debida a la especulación masiva que se realiza en el mercado de divisas. Para reforzar su argumento, los autores no dudaron en extrapolar al campo de las finanzas internacionales los resultados obtenidos en el área de las finanzas bursátiles: la especulación desestabiliza los tipos de cambio porque los inversores en divisas se forman expectativas a corto plazo que: 1) o bien pueden no ser racionales, o 2) no

---

<sup>41</sup> **Milton Friedman:** “Defensa de los tipos de cambio flexibles”, en *Ensayos sobre economía positiva*, Madrid, ed. Gredos, 1967, p. 156.

<sup>42</sup> **Manuel Esteve:** *op. cit.*, p. 125.

<sup>43</sup> **Juan Pérez-Campanero y Carlos Rodríguez Braun:** *op. cit.*, p. 14.

basadas en el conocimiento de los fundamentos económicos, o 3) ser racionales pero generar burbujas especulativas por sí mismas.<sup>44</sup>

Los datos actuales confirman la persistencia e incluso el agravamiento de este fenómeno. Se ha estimado por parte del Banco de Pagos Internacionales que el 75,7% de las transacciones de cambio en 2001 han tenido una duración de una semana como máximo, y el 32% tuvieron una duración de un día.<sup>45</sup>

Desde 1973, la flotación de los tipos de cambio ha sido claramente sucia durante la mayor parte del tiempo, bien interviniendo con la compraventa en el mercado de divisas, bien utilizando los tipos de interés –estos se suben para atraer capitales cuando interesa apreciar la moneda propia, y se bajan cuando interesa depreciarla. El grado de intervención de los gobiernos ha sido elevado, lo cual se ha justificado aduciendo que de esa manera las autoridades monetarias suavizan las fluctuaciones de los tipos de cambio.<sup>46</sup>

Otro método para limitar la variabilidad de los tipos de cambio ha consistido en dejarlos flotar libremente en una banda de valores (*target zone*) alrededor de un tipo central u objetivo (*target rate*), que puede consistir en un valor pasado de la propia divisa, el valor de una divisa extranjera o la media de una cesta de divisas extranjeras. Cuando la propia divisa se desvía más allá de esas bandas de fluctuación, el banco central interviene para mantener el tipo de cambio dentro de las mismas.<sup>47</sup>

Todo ello pone en evidencia que los gobiernos tienen un auténtico ‘miedo a la flotación’, y que la confianza que algunos economistas liberales –con Milton Friedman a la cabeza- habían otorgado a los tipos de cambio flexibles no se ha visto respaldada en los hechos.<sup>48</sup>

En el siguiente epígrafe intentaremos dar una explicación del asunto.

### 1.3 La volatilidad de los tipos de cambio y la globalización económica

Por volatilidad de los tipos de cambio hay que entender las fluctuaciones de los mismos a lo largo del tiempo, tanto en el corto como en el largo plazo. Como ya hemos indicado, esta inestabilidad cambiaria ha sido introducida, a partir de 1973, con la adopción por parte de los países desarrollados del régimen de tipos de cambio fluctuantes.

Por otra parte, como las divisas fuertes se han dejado flotar más o menos libremente y un buen número de las restantes divisas gravitan en torno a ellas, permaneciendo vinculadas (*pegged*) a

---

<sup>44</sup> **Rudiger Dornbusch y Jeffrey Frankel:** “The flexible exchange rate system: experience and alternatives”, en *NBER Working Paper*, nº 2464 (Diciembre, 1987), pp. 1, 7, 18-26. Disponible en <[http://www.nber.org/papers/w2464.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w2464.pdf?new_window=1)>

<sup>45</sup> **Bruno Jetin:** *La tasa Tobin. La solidaridad entre las naciones*, Barcelona, ed. Icaria, 2005, p. 36.

<sup>46</sup> **Guillermo A. Calvo y Carmen M. Reinhart:** “Fear of Floating”, en *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXVII, nº 2 (Mayo, 2002), pp. 404 y s. Disponible en <<http://people.ucsc.edu/~hutch/Econ241a/Articles/Calvo-Reinhart.pdf>>

<sup>47</sup> **John Driffill:** “Exchange rate target zones”, en **Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume (eds.):** *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*, Palgrave Macmillan, 2008. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_E000301](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_E000301)>

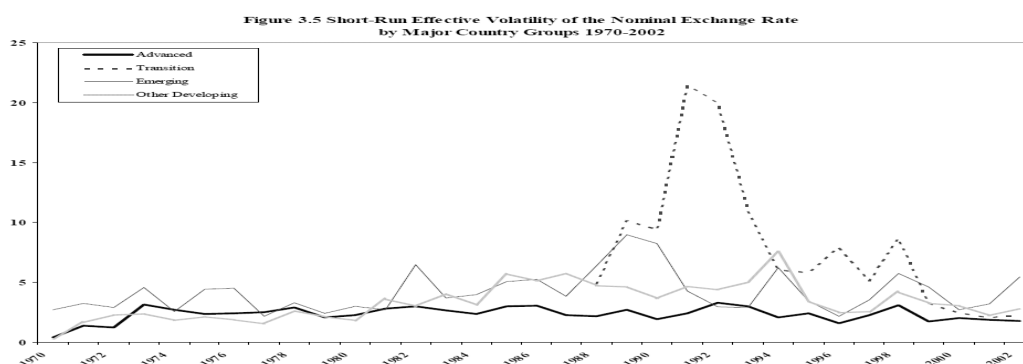
<sup>48</sup> **Guillermo A. Calvo y Carmen M. Reinhart:** *op. cit.*, pp. 404 y s.

las mismas con paridades fijas, la fijación a una ‘moneda ancla’ todavía deja a estas divisas satélite expuestas a las fluctuaciones del ancla con respecto a otras monedas.<sup>49</sup>

También debe añadirse que las monedas secundarias que gravitan con paridad fija en torno a las más importantes han sufrido con cierta regularidad *crisis cambiarias*, caracterizadas por la huida masiva de una moneda por parte de los inversores ante el temor de que la misma pueda ser devaluada. Ya hemos hablado en el epígrafe anterior de estas crisis, por lo que sólo queda añadir que han contribuido a aumentar la inestabilidad crónica del sistema monetario internacional.<sup>50</sup>

Aunque esta inestabilidad de los tipos de cambio no ha cambiado mucho, en promedio, desde la década 1970 a la de 1990, sí ha sido menor en los países desarrollados, mientras que los países en transición –pertenecientes a la antigua Unión Soviética y que pasaron a formar parte del mundo capitalista- son los que han experimentado mayores niveles de volatilidad en sus tipos de cambio en el proceso de cambio de sistema económico.<sup>51</sup>

Esto lo podemos ver el siguiente gráfico:<sup>52</sup>



Al mismo tiempo también debe destacarse la expansión y profundización constante de las relaciones económicas entre las naciones, lo que se conoce con el nombre de globalización. Entre 1950 y 2003, mientras el PIB mundial se habría multiplicado por 7, el volumen de *comercio internacional* (medido por las exportaciones) lo habría hecho por 25, de modo que el ritmo de crecimiento del comercio viene triplicando, desde mediados del pasado siglo XX, al de la producción mundial.

Y no sólo es el intercambio internacional de bienes y servicios el que ha experimentado un auge espectacular, sino también las *transacciones financieras*, ya que en un día considerado ‘normal’ estas pueden implicar un volumen de recursos equivalente a tres veces el PIB anual de España.<sup>53</sup>

Pero, como hemos explicado antes, las transacciones internacionales tienen la peculiaridad de que para poder realizarse los agentes económicos deben intercambiarse monedas de distinta nacionalidad. Esto hace que los mismos agentes puedan incurran en dos tipos de costes:

<sup>49</sup> Peter Clark et alii: “Exchange rate volatility and trade flows- some new evidence”, *International Monetary Fund* (Mayo, 2004), p. 10. Disponible en < <http://www.imf.org/external/np/res/exrate/2004/eng/051904.pdf>>

<sup>50</sup> Peter Clark et alii: *op. cit.*, p. 11.

<sup>51</sup> Peter Clark et alii: *op. cit.*, p. 10.

<sup>52</sup> Peter Clark et alii: *op. cit.*, p. 99.

<sup>53</sup> Juan Tugores Ques: *op. cit.*, p. 2.

A.- *Costes de transacción*, asociados a la necesidad de cambiar de moneda. Cuando un agente económico necesita moneda extranjera recurre a la banca comercial, donde sabe que puede encontrarla. Pero esta disponibilidad de divisas tiene un precio: el del tipo de interés que la banca deja de cobrar por disponer de estas divisas, así como otros gastos en concepto de intermediación bancaria. Por tanto al demandante de divisas se le cobrará una comisión que constituye la ganancia de la banca.

B.- *Costes por alteraciones del tipo de cambio*. Las fluctuaciones de los tipos de cambio introducen incertidumbre a las operaciones comerciales y financieras, lo cual ejerce un efecto negativo sobre el volumen de comercio y sobre los flujos de inversiones. Estos riesgos pueden agruparse en tres categorías:

- I. *Riesgo de cambio en transacciones*. Los pagos a plazo son corrientes en las transacciones internacionales, lo que puede entrañar unos costes si el tipo de cambio varía en el momento de efectuarlos.
- II. *Riesgo de cambio económico*. Hace referencia a los efectos que las variaciones en las cotizaciones de las divisas tienen sobre el entorno en el que realiza sus actividades una empresa: por ejemplo, sobre la demanda exterior de sus productos.
- III. *Riesgo contable*. El riesgo contable o patrimonial hace referencia a los aumentos y disminuciones que experimentan las diferentes partidas del balance al variar la cotización de las monedas. Estas variaciones general dos tipos de problemas: 1) el tipo de cambio que se debe utilizar para contabilizar las cuentas afectadas en cada momento; y 2) en qué cuenta se deben anotar las diferencias entre los antiguos valores del balance y los nuevos.<sup>54</sup>

Los principales *mecanismos de transmisión* a través de los cuales las variaciones de los tipos de cambio provocan estos costes son de dos tipos: 1) impacto sobre los precios de las variaciones de los tipos de cambio (*exchange rate pass-through*), y 2) desajustes monetarios en los balances de los agentes económicos, en particular sobre las deudas –tanto públicas como privadas– nominadas en moneda extranjera.<sup>55</sup>

La literatura económica ha dedicado una gran atención en estudiar los costes que para las empresas suponen los riesgos señalados en el apartado B, y que se denominan genéricamente *riesgos cambiarios* o de *exposición al tipo de cambio*. Prácticamente todas las empresas, ya se centren en el mercado nacional o internacional, están expuestas en mayor o menor medida a este tipo de riesgo. Sin embargo las grandes empresas han sabido diseñar en su gran mayoría diversas estrategias de ‘cobertura’ (*hedging*), que suponen la utilización de diferentes instrumentos de naturaleza financiera y operativa –fundamentalmente productos derivados–, para neutralizar este tipo de riesgo y que son utilizados en mucho menor medida por las pequeñas y medianas empresas.<sup>56</sup>

---

<sup>54</sup> **Rafael Muñoz de Bustillo LLorente y Rafael Bonete Perales:** *Introducción a la Unión Europea: un análisis desde la economía*, Madrid, ed. Alianza, 2002, pp. 173 y s.; y **Sara González Fernández:** *El Sistema Monetario Internacional y el mercado de divisas*, Madrid, ed. Pirámide, 2000, pp. 14, 75 y s.

<sup>55</sup> **Ricardo Hausmann, Ugo Panizza y Ernesto Stein:** “Why do countries float the way they float?”, en *Working Paper 418*, Inter-American Development Bank (Mayo, 2000), pp. 11 y s.

<sup>56</sup> **María Milagros Vivel Búa:** “El riesgo cambiario y su cobertura financiera”, en *Revista Galega de Economía*, vol. 19, nº 2 (2010), *pássim*. Disponible en < [http://www.usc.es/econo/RGE/Vol19\\_2/castelan/nb1c.pdf](http://www.usc.es/econo/RGE/Vol19_2/castelan/nb1c.pdf)>

Otra forma de administrar el riesgo cambiario que está a disposición de las empresas multinacionales es la *diversificación* de sus inversiones en distintos países, de acuerdo con lo que la sabiduría popular denomina ‘no poner todos los huevos en la misma cesta’. De este modo las fluctuaciones de las divisas, en la medida en que no estén correlacionadas, se anulan entre sí.

Vemos, pues, que las grandes empresas disponen de distintos medios de administrar el riesgo, pero que, paradójicamente, alimentan la especulación y, a largo plazo, la volatilidad de los tipos de cambio. Porque para que estas empresas puedan cubrirse mediante productos financieros derivados es necesario que alguien venda estos productos, corriendo con el riesgo subyacente: esta es la tarea típica de un especulador. Al mismo tiempo, el deseo de adquirir acciones de las empresas multinacionales ha contribuido notablemente a la compraventa internacional de sus títulos. He aquí dos poderosos motores de la emisión de títulos financieros, de su tráfico internacional y del aumento de la compraventa de divisas.<sup>57</sup>

La pregunta que necesariamente surge ahora es la siguiente: ¿puede un tipo de cambio excesivamente volátil generar costes para la economía?

Algunos economistas piensan que un tipo de cambio más volátil reduce la cantidad de comercio, aumenta las presiones hacia el proteccionismo, aumenta el grado de persistencia de la inflación o la deflación, y reduce el desarrollo del sector financiero. Curiosamente, aunque *la literatura académica no ha podido determinar de forma concluyente* si la volatilidad del tipo de cambio resulta perjudicial o no para la economía, parece que los responsables políticos y los profesionales coinciden en que la volatilidad del tipo de cambio sí es costoso.<sup>58</sup>

La explicación a este aparente misterio hay que encontrarla en lo que hemos dicho anteriormente sobre los tipos de cambio flotantes. En la práctica en pocos países la flotación a sido limpia, habiendo intervenido los Gobiernos de una u otra manera para la estabilización del tipo de cambio—y que ha supuesto la pérdida de la autonomía de la política monetaria cuando se ha actuado sobre los tipos de interés en vez de utilizar los controles de capitales. Por lo tanto, si la volatilidad de los tipos de cambio no ha sido onerosa para la economía en su conjunto es porque los Gobiernos se han encargado de mitigarla en la medida de sus posibilidades.

## 1.4 Conclusiones

El economista Milton Friedman tenía razón cuando afirmaba que la política cambiaria es una necesidad imperativa de los Gobiernos en la medida en que exista la posibilidad, para una economía nacional, de producirse un déficit en su balanza de pagos. La única manera de evitarlo sería mediante una completa eliminación del mercado externo. Y añadía igualmente Friedman: “*Nunca se insistirá demasiado en el hecho de que la estructura y método de determinación de los tipos de cambio tienen una importancia decisiva sobre la casi totalidad de los problemas referentes a las relaciones económicas internacionales*”.<sup>59</sup>

Hemos visto que, inicialmente, el régimen de tipos de cambio fijos se basaba en la entera libertad del capital internacional, y que los desajustes externos —en las balanzas de pagos— se resolvían mediante reequilibrios internos en los precios y el empleo, que resultaban muy dolorosos. Por

---

<sup>57</sup> **Bruno Jetin:** *op. cit.*, pp. 13 y s.

<sup>58</sup> **Roberto Rigobon:** “Exchange rate volatility”, en **Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume (eds.):** *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*, Palgrave Macmillan, 2008. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_E000312](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_E000312)>

<sup>59</sup> **Milton Friedman:** *op. cit.*, pp. 165 y 187.

ello finalmente se convino en echar mano de la cooperación internacional para resolver estos desajustes, y del control de capitales para evitarlos; aunque la implementación de ambos se hizo de forma imperfecta. Se pasó así de un método que lo confiaba todo a la libre iniciativa de los particulares a otro basado en la actuación del Gobierno

Bien por las dificultades de mantener esta modalidad del tipo de cambios fijo, bien por la oposición de los liberales a tanto intervencionismo, la cuestión es que a partir de 1973 se dio paso a un régimen de tipos de cambio flotantes, que sin embargo no ha cumplido las esperanzas que en ellos habían depositado estos mismos economistas liberales.

La situación actual es la siguiente. Si en 1990 poco más de un 15 por 100 de los países podían clasificarse en cualquiera de los dos extremos (fijos o flotación limpia), mientras el 70 por 100 de las economías del mundo mantenían un régimen cambiario intermedio (flotación sucia o bandas de fluctuación), 15 años después, cada uno de los extremos acogía a más del 25 por 100 de los países. Los regímenes intermedios habían disminuido sensiblemente, aunque todavía se encontraban vigentes en un 45 por 100 de las economías.<sup>60</sup>

Como se ve el mundo actual aún no ha encontrado una solución para el rompecabezas de los tipos de cambio, y las propuestas de reforma del sistema monetario internacional se multiplican sin que haya un consenso claro.

Una mención aparte merecen las reflexiones del que fue también Premio Nobel de Economía James Tobin, quien hizo un diagnóstico muy particular de la situación. He aquí su opinión:

*“Los problemas básicos son estos... Los precios de los bienes y servicios se mueven mucho más lentamente, en respuesta a los excesos de la oferta y la demanda, que los precios de los activos financieros, incluidos los tipos de cambio. Estos hechos de la vida diaria son esencialmente los mismos con tipos de cambio fijos o flexibles. Las dificultades que crean a las economías nacionales y a los gestores económicos no pueden ser evitados optando por un tipo de régimen de tipos de cambio o el otro...”*

*Existen dos caminos a seguir. Uno es hacia una moneda común, con una política monetaria y fiscal común, e integración económica. El otro es hacia una mayor segmentación financiera entre las naciones...”*<sup>61</sup>

A Tobin le parecía la segunda opción más factible, por lo que ideó la propuesta de “echar arena en las ruedas” de los mercados de divisas, con objeto de evitar fluctuaciones excesivas del tipo de cambio. Para ello propuso establecer un impuesto sobre las transacciones en el mercado de divisas, a un tipo reducido, que desincentive las operaciones especulativas a corto plazo, pero no los movimientos de capitales a largo plazo ni las transacciones comerciales. Dicho impuesto, para ser efectivo, debería ser universal, esto es, aplicado a todas las jurisdicciones (ya que se podría evadir trasladándose de un país a otro, o de un activo a otro, donde no se aplicara el impuesto), y uniforme, esto es, debería aplicarse el mismo tipo en todos los casos. Finalmente, con objeto de

---

<sup>60</sup> **Juan José Toribio:** “La encrucijada del sistema monetario internacional: algunas reflexiones”, en *Información Comercial Española*, nº 855 (Julio-Agosto, 2010), p. 47. Disponible en <[http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE\\_855\\_4356\\_\\_ABEDBF3205D716AE2394086A9EBAEFBE.pdf](http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_855_4356__ABEDBF3205D716AE2394086A9EBAEFBE.pdf)>

<sup>61</sup> **James Tobin:** “A proposal for international monetary reform”, *Cowles Foundation Discussion Paper nº 506*, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University (Octubre, 1978), pp. 2-4. Disponible en <<http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d05a/d0506.pdf>>



controlar su correcto funcionamiento, la observancia del impuesto debería ser vigilada por alguna institución internacional adecuada, como el Banco de Pagos Internacionales o el Fondo Monetario Internacional.<sup>62</sup>

La idea de Tobin de que la especulación se podría mitigar con un impuesto a las transacciones financieras no es nueva. Se remonta a John Maynard Keynes, quien propuso gravar con “*un impuesto fuerte*” las especulaciones bursátiles con el mismo fin.<sup>63</sup> La originalidad de Tobin reside, pues, en haber trasladado esta idea al mercado de divisas.

La tasa alcanzaría ese objetivo ‘filtrando’ las operaciones de cambio de manera extremadamente simple. Supongamos que un operador financiero convierte francos en dólares. Pagaría, por ejemplo, una tasa por el cambio de 0,1%. Si convierte a continuación los dólares en francos pagará de nuevo la misma tasa del 0,1%. Si realiza estas operaciones de ida y vuelta una vez al día, el montante anual de la tasa, calculado para todos los días laborables del año, ascenderá al 48%; en caso de que se realice una operación de ida y vuelta semanal, el montante anual será del 10%, y del 2,4% en caso de que el plazo sea mensual.

Gracias a este filtro, la tasa reforzaría la influencia de las expectativas a largo plazo sobre los tipos de cambio (las que orientan las decisiones de inversión de las empresas), en detrimento de las expectativas a corto plazo (que obedecen más a estrategias que intentan obtener un beneficio especulativo).

Para evitar que los agente económicos sustituyan los pagos en contado por productos financieros ‘derivados’ que les permita eludir el pago de la tasa, también se propone que estos productos sean objeto de la misma imposición. Y ante la objeción de que la tasa sólo será factible si la asumen la totalidad de los países, ya que en caso contrario los agentes desplazarían su teatro de operaciones de aquellos países que gravan con la tasa hacia los que no lo hacen, se ha respondido también que bastaría con que lo hicieran las principales plazas financieras del planeta.<sup>64</sup>

En 1997, Ignacio Ramonet, editor de *Le Monde Diplomatique*, volvió a impulsar el debate sobre la creación de la Tasa Tobin y creó una asociación para promoverla: ATTAC (Asociación por la Tasación de las Transacciones y por la Ayuda a los Ciudadanos), pero añadiéndole una finalidad de recaudación y redistribución de la renta internacional a favor de los ciudadanos. La tasa se ha convertido en un asunto defendido por los grupos altermundistas y ha conseguido invadir el debate político en la calle y en algunos parlamentos.<sup>65</sup>

Los ingresos fiscales que se podrían obtener con la tasa Tobin a nivel mundial son considerables. Una estimación realizada con los datos disponibles en 1998 sobre transacciones internacionales arrojaba la cifra de 228.500 millones de dólares, obtenida con una tasa del 0,1%. Conviene tener en cuenta que, según el informe anual del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), bastaría con 49.000 millones de dólares al año para resolver los principales problemas

---

<sup>62</sup> **Barry Eichengreen, James Tobin y Charles Wyplosz:** “Two cases for sand in the wheels of international finance”, en *The economic journal*, vol. 105, nº 428 (Enero, 1995), pp. 163-6. Disponible en <<http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/twocases.pdf>>

<sup>63</sup> **John Maynard Keynes:** *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Madrid, ed. Fondo de Cultura Económica, 1986, p. 146.

<sup>64</sup> **Suzanne de Brunhoff y Bruno Jetin:** “Tasa Tobin: una medida indispensable contra la inestabilidad financiera”, en **François Chesnais y Dominique Plihon (coords.):** *Las trampas de las finanzas mundiales*, Madrid, ed. Akal, 2003, pp. 161 y 168-172.

<sup>65</sup> <[http://es.wikipedia.org/wiki/Tasa\\_Tobin](http://es.wikipedia.org/wiki/Tasa_Tobin)>

de alimentación, de saneamiento, de agua y de salud de las poblaciones del mundo con menos recursos...<sup>66</sup>

En opinión de Bruno Jetin no existe en la actualidad ninguna institución supranacional que pueda asumir las tres funciones básicas para gestionar este impuesto: 1) la negociación de un tratado internacional, 2) la definición de normas técnicas necesarias para la implantación del impuesto, y 3) la distribución de los ingresos entre países; por ello, este autor aconseja crear una nueva institución basada en un tratado internacional, que podría ser negociado en la Asamblea General de las Naciones Unidas si la tasa Tobin surgiera de golpe a escala mundial, o negociado directamente entre los países si este impuesto fuera inicialmente creado por un grupo de países de vanguardia.<sup>67</sup>

Hay que decir, sin embargo, que la tasa Tobin no resuelve todas las cuestiones planteadas. Incluso sus defensores reconocen que dada la escasa entidad de la tasa no podría hacer frente a las especulaciones masivas, por lo que habría que recurrir también a los controles de capitales.<sup>68</sup>

Tampoco resuelve la tasa Tobin el problema de los déficit estructurales en las balanzas de pagos, que a buen seguro exigirán de una mayor cooperación internacional y sobre unas bases más democráticas que las vigentes en la actualidad, pues la cooperación actual sirve a los intereses de los países desarrollados por medio del FMI.

Pero, a pesar de todo, la tasa Tobin es una medida necesaria para contribuir a estabilizar los tipos de cambio, que supone un enfrentamiento a los operadores económicos internacionales y a los Gobiernos que los apoyan. En este sentido, la tasa Tobin también posee un carácter simbólico: *“Rompe con la ideología neoliberal dominante desde los años ochenta y con el mito de los beneficios de una globalización financiera basada en el mercado, sin límites institucionales”*.<sup>69</sup>

Un paso muy importante en esta dirección lo han dado en Octubre de 2012 un grupo de 11 países de la Unión Europea –integrado por España, Alemania, Francia, Italia, Portugal, Grecia, Eslovaquia, Austria, Bélgica, Estonia y Eslovaquia-, que acordaron avanzar en solitario en la creación de una tasa a las transacciones financieras, y cuyo objetivo sería frenar la especulación y hacer que la banca asuma parte de los costes de la crisis.<sup>70</sup> La iniciativa ha recibido en Febrero del presente año la aprobación de la Comisión Europea, que prevé se recauden con esta tasa entre 30.000 y 35.000 millones de euros al año. Pero mientras que el Ejecutivo comunitario defiende que dos tercios vayan a financiar el presupuesto comunitario, la mayoría de Estados miembros quiere que los fondos engrosen las arcas nacionales.<sup>71</sup>

La organización Attac-España emitió un comunicado al respecto –Enero de 2013- con el que se congratulaba de este paso dado, pero añadiendo tres puntualizaciones: a) que había que seguir presionando socialmente para conseguir una aplicación planetaria de la Tasa Tobin; b) que el impuesto no debe tener sólo un objetivo recaudatorio sino también regulador e incluso, sancionador; y c) que el impuesto debe estar acompañado de otras medidas que resten poder a las

---

<sup>66</sup> Suzanne de Brunhoff y Bruno Jetin: *ibídem*, pp. 162 y s.

<sup>67</sup> Bruno Jetin: *La tasa Tobin...*, pp. 111 y s.

<sup>68</sup> Suzanne de Brunhoff y Bruno Jetin: *op. cit.*, pp. 166 y s.

<sup>69</sup> Suzanne de Brunhoff y Bruno Jetin: *op. cit.*, p. 173.

<sup>70</sup> Público.es, 9/10/2012. Disponible en <<http://www.publico.es/dinero/443651/once-paises-de-la-ueac-uerdan-crear-una-tasa-tobin-a-las-transacciones-financieras>>

<sup>71</sup> Público.es, 13/2/2013. Disponible en <<http://www.publico.es/internacional/450639/bruselas-presen-ta-su-propuesta-definitiva-sobre-la-tasa-tobin-que-recaudara-hasta-35-000-millones>>

finanzas globales y las reubiquen al servicio de la actividad productiva: entre otras, un control social de la banca privada, una desactivación progresiva de los paraísos fiscales, y una redefinición de las funciones de los bancos centrales, en especial del europeo.<sup>72</sup>

## SEGUNDA PARTE. LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

### 2. LAS UNIONES MONETARIAS

#### 2.1 Los beneficios de las uniones monetarias

Una solución a los problemas suscitados por la volatilidad de los tipos de cambios, y que como hemos visto fue considerada por el mismo Tobin como poco probable, es la de llevar a cabo una unión monetaria. Se da una unión monetaria cuando un grupo de países comparten una o varias monedas, que circulan libremente entre los mismos –cuando son varias las monedas que circulan lo hacen a un tipo de cambio fijo. Mediante esta unión, los países pueden hacer frente a los problemas comentados más arriba y, con ello, conseguir una serie de beneficios que mejoran la *eficiencia* de las empresas vía reducción de costes.

Estos beneficios serían los siguientes:

- I. *Ganancias directas de la eliminación de los costes de transacción.* Eliminar los costes producido por el cambio de una moneda por otra es el más visible y fácil de cuantificar beneficio de una unión monetaria. Se ha calculado que el ahorro supondría cada año entre el 0,25 y el 0,5 % del PIB de la Unión Europea. Naturalmente esto sería en detrimento de los beneficios de los bancos, que verían reducidas una parte sustancial de las comisiones que perciben.
- II. *Ganancias indirectas de la eliminación de los costes de transacción: la transparencia de precios.* La introducción del euro debería conducir a una mayor transparencia de los precios, es decir, a que los consumidores que ahora pueden ver los precios en la misma moneda están en condiciones de hacer mejores comparaciones de precios y, por consiguiente, hacer sus compras donde más interese. Esto también debería incrementar la competencia entre las empresas. Sin embargo, los expertos no le conceden mucha importancia a este tipo de ganancias, pues no parece probable, a la luz de los costes de transporte existentes, que un consumidor español se traslade a Rumania o incluso Francia para conseguir un televisor 70 o 90 euros más barato. Los comerciantes mayoristas sí podrán encontrar aquí un beneficio, pero es difícil imaginar que ellos no cuenten todavía con calculadoras conversoras de precios.
- III. *Ganancias de bienestar al reducir la incertidumbre.* Una unión monetaria fija, de manera irrevocable, los tipos de cambio entre las monedas de aquellos países que desean pertenecer a la misma. Con ello se elimina todos aquellos costes asociados a la volatilidad de los tipos de cambio.

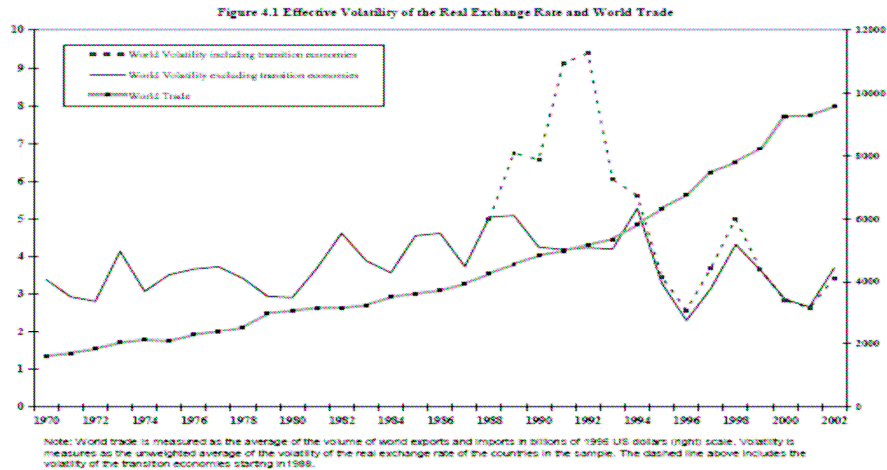
Como resultado de la adquisición de estas ganancias, los economistas predicen que los países que forman parte de una unión monetaria verán aumentado su comercio entre ellos. Se ha llegado a encontrar una alta correlación entre ambas variables, pero a falta de una buena teoría que la

---

<sup>72</sup> <<http://www.attac.es/2013/01/30/tras-la-aprobacion-del-itf-por-el-ecofin-attac-reitera-su-exigencia-de-un-verdadero-control-ciudadano-de-los-mercados-financieros/>>

explique no hay una cuantificación concluyente. Todo parece indicar, sin embargo, que en el caso del euro el efecto sobre el comercio puede suponer entre un 5% y un 20% de aumento.<sup>73</sup>

No nos debe extrañar que este efecto sobre el comercio sea tan moderado. En realidad la volatilidad de los tipos de cambio no ha sido una dificultad insuperable para las transacciones internacionales, pues como hemos explicado los Gobiernos han intervenido para moderarla.



Así es; esto lo podemos demostrar en el gráfico anterior, donde se puede observar la evolución del comercio mundial desde 1970, junto con la media de la volatilidad real y efectiva de todos los países de la muestra. Hay un ascenso claro en la volatilidad del tipo de cambio de 1989 a 1993, lo que refleja las grandes fluctuaciones en las monedas de algunas economías en transición durante este periodo como consecuencia de la desintegración de la Unión Soviética. Si se excluyen las economías en transición de la medida de la volatilidad de la moneda del mundo, el alza desaparece. Lo que uno ve entonces es una tendencia al alza en la volatilidad promedio de la década de 1970 hasta finales de la década de 1980, pero una moderación general en el nivel general de volatilidad de la moneda desde entonces. En comparación, el comercio mundial ha aumentado de forma constante desde 1970 y la tasa de crecimiento es mucho más suave que el de la volatilidad del tipo de cambio. Mirando el movimiento del comercio mundial y la volatilidad agregada en el tiempo, no parece haber ninguna relación clara entre ellos. Por lo tanto, a nivel agregado, no hay evidencia de un efecto negativo de la volatilidad del tipo de cambio real en el comercio.<sup>74</sup>

Junto a estos beneficios citados, los economistas señalan otros asociados al hecho de que una unión monetaria puede dar lugar al nacimiento de una *moneda internacional*. En efecto, una moneda compartida por un gran número de países puede pesar más en las relaciones económicas internacionales que la suma de las monedas individuales existentes con anterioridad a la unión. Esto crea beneficios añadidos de una unión monetaria que pueden ser considerables. Aquí podemos distinguir otros tres tipos de beneficios.

Primero, cuando una moneda es usada internacionalmente, el emisor de esa moneda obtiene rentas adicionales. El emisor de la moneda es el banco central, y como este emite moneda para conceder préstamos a los bancos o para comprar títulos (operaciones de mercado abierto), resulta

<sup>73</sup> Paul de Grauwe: *Economics of Monetary Union*, Oxford (UK), Oxford University Press, 2012, p. 54-68.

<sup>74</sup> Peter Clark et alii: *op. cit.* pp. 42, 43 y 103.

de ello que de la emisión de moneda obtiene ganancias por los intereses devengados de estas operaciones. Por ejemplo, en 1999 más de la mitad de los dólares emitidos por la Reserva Federal (banco central de Estados Unidos) eran usados fuera de los USA.

Una segunda fuente de beneficios tiene que ver con el hecho de que una moneda internacional es también una divisa que es mantenida como reserva internacional por los bancos centrales extranjeros. Típicamente, estas reservas son poseídas no en la forma de efectivo (que no rinde intereses) sino como bonos del Tesoro (deuda pública). Esto permite financiarse a los gobiernos emisores de esta moneda internacional en condiciones más favorables que el resto de los países.

Hay un tercer beneficio que es probablemente más grande pero también más difícil de cuantificar. Cuando una moneda se convierte en una divisa internacional, esto estimula la actividad del sistema financiero doméstico. Los residentes extranjeros querrán invertir en activos y emitir deuda en esa moneda, pues en caso de necesidad pueden ser fácilmente vendidos (son activos muy líquidos). Como resultado, los bancos domésticos atraerán negocios, y lo mismo ocurrirá con los mercados de deuda y acciones. Esto a su vez genera beneficios y empleos.<sup>75</sup>

En la época del patrón-oro no existía realmente una divisa internacional, pues aquí era el oro el que figuraba como activo que determinaba el valor de las distintas monedas. Después de 1945, sin embargo, fueron el oro y el dólar los elegidos para funcionar como activos internacionales, pero en la práctica fue el dólar la divisa que circulaba en las transacciones internacionales, y el que desempeñó ese papel. Cuando este sistema configurado en Bretón Woods fue eliminado en 1973 dando paso al sistema de tipos flotantes, el dólar siguió todavía desempeñando este papel hegemónico, pues muchos países limitaron su flotación para mantener una cierta paridad con el dólar, con lo que se vieron obligados a comprar y a vender esta divisa de forma masiva.<sup>76</sup>

Hoy es asumido entre los expertos que el uso de una moneda como divisa internacional confiere al país emisor un poder geopolítico y estratégico superior. Debido a que la posición financiera del país es más fuerte, su política exterior es también más fuerte. Debido a que paga menos que los demás por sus deudas, será capaz de financiar mejor sus operaciones en el exterior y de ejercer una influencia estratégica. No dependerá del dinero de otros. En vez de eso, poseerá un valimiento sobre otros países que dependen de su moneda. Por tanto, no es de extrañar que el general francés Charles de Gaulle denunciara precisamente el ‘exorbitante privilegio’ de que gozaban los Estados Unidos con el uso internacional de su moneda.<sup>77</sup>

## 2.2 Historia de las uniones monetarias

Las uniones monetarias son inusuales, ya que la mayoría de los países tienen su propia moneda: por ejemplo, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. Estas monedas son consideradas como uno de los signos más evidentes de la soberanía de una nación.

Las uniones monetarias comúnmente se producen cuando un país pequeño o pobre adopta unilateralmente el dinero de una más grande, más rico ‘ancla’ país. En el pasado, varios países han utilizado la moneda de su colonizador. En tales casos, el pequeño país esencialmente

---

<sup>75</sup> **Paul de Grauwe:** *op. cit.*, p. 68 y s.

<sup>76</sup> **Ronald I. McKinnon:** “The rules of the game: international money in historical perspective”, en *Journal of Economic Literature*, vol. 31, nº 1 (Marzo, 1993), *pássim*. Disponible en <<http://ideas.repec.org/a/aea/jelcit/v31y1993i1p1-44.html>>

<sup>77</sup> **Barry Eichengreen:** *Exorbitant privilege. The rise and fall of the dollar*, Oxford, Oxford University Press, 2011, pp. 4 y 6.

renuncia a su derecho a la política monetaria soberana. Pierde su capacidad de influir en forma independiente su cambio y las tasas de interés, los cuales son determinados por el país de referencia, por lo general sobre la base de los intereses del ancla.

Hay también un número de uniones monetarias multilaterales entre países de tamaño más o menos igual y la riqueza. Por ejemplo, el dólar del Caribe Oriental o el franco de la Comunidad francesa de África.

La unión monetaria grande y más importante es la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea (UEM). Técnicamente UEM comenzó el 1 de enero de 1999, a pesar de la introducción del euro físico sólo tres años más tarde. En la actualidad participan en la misma 17 de los 27 países de la Unión Europea.

Mientras que un número de las uniones monetarias que del pasado existen en la actualidad, muchas no han sobrevivido. La Unión Monetaria Latina comenzó en 1865 cuando Francia, Bélgica, Italia y Suiza (que más tarde se une Grecia, Rumania y otros) adoptó normas comunes para las distintas monedas para fomentar el libre flujo internacional de dinero. La unión finalizó con el inicio de la Primera Guerra Mundial. La guerra también puso fin a la Unión Monetaria Escandinava que Dinamarca, Noruega y Suecia iniciaron en 1873. La unión económica entre Bélgica y Luxemburgo, que comenzó en 1921 ha sido absorbida por la UEM. Uniones monetarias multilaterales en el Este de África, África Central, África Occidental, Asia del Sur, Asia sudoriental y el Caribe también han desaparecido.<sup>78</sup>

Puesto que existen estos precedentes históricos resulta oportuno preguntarse qué causas estuvieron detrás de estas uniones monetarias y por qué algunas terminaron disolviéndose. Según los economistas Bordo y Jonung, las uniones monetarias *siguieron* de manera mayoritaria a un proceso previo de unificación política, bien promovida por un fuerte poder hegemónico local o facilitada por una densa red de vínculos institucionales, y que implicaba también un sistema coordinado de impuestos y gastos, lo que permitía una política presupuestaria centralizada. El hecho de compartir una historia común, cultura o religión también contribuyó a la unificación monetaria. En los casos en que este sentimiento de pertenencia a una unidad política se disolvió, según estos mismos autores, también se terminó por poner fin a las uniones monetarias.

Considerada desde esta perspectiva, el proyecto de la Unión Monetaria Europea es única en la historia, pues aquí la unificación monetaria y la cesión de soberanía han *precedido* a los intentos de unificación política.<sup>79</sup>

### 3. LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

#### 3.1 Economía política del euro

La formación de la Unión Monetaria Europea ha tenido causas tanto económicas como políticas. Veamos cuáles han sido:

---

<sup>78</sup> **Andrew K. Rose:** “Currency unions”, en **Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume (eds.):** *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*, Palgrave Macmillan, 2008. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_C000567](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_C000567)>

<sup>79</sup> **Michael D. Bordo y Lars Jonung:** “The future of EMU: what does the history of monetary unions tell us?”, *NBER Working Paper Series n° 7365*, National Bureau of Economic Research (Septiembre, 1999), pp. 24-6. Disponible en <[http://www.nber.org/papers/w7365.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w7365.pdf?new_window=1)>

A.- *Causas económicas*. El apoyo ha venido de los bancos internacionales y las corporaciones con interés en reducir la volatilidad de las divisas y en profundizar la integración del mercado comunitario, y también de aquellos países con alta inflación que veían la unión monetaria como un modo de alcanzar las condiciones imperantes en Alemania.<sup>80</sup>

B.- *Causas políticas*. Estas han sido formadas por una mezcla de internacionalismo y de intereses nacionales:

- I. Protección de la paz. Las raíces de la Unión Monetaria Europea pueden ser encontradas en los años inmediatos a la Segunda Guerra Mundial, cuando Jean Monnet y otros soñaban con evitar futuras guerras europeas mediante la formación de unos Estados Unidos de Europa.
- II. Proyección de la fuerza. Aunque los Estados Unidos y los países de la Europa occidental han mantenido una estrecha alianza desde el fin de la Segunda Guerra Mundial y continúan realizando tareas coordinadas dentro de la OTAN, no hay duda que muchos líderes europeos ven sus intereses económicos y su política exterior de forma diferente con respecto a los que defienden los Estados Unidos. Una Europa más unida permitiría podría ayudar a lograr una política exterior más efectiva que la lograda por los países europeos por separado.
- III. Los intereses nacionales en juego pueden ser agrupados en dos grupos: 1) los de Francia y Alemania, los únicos países con el suficiente poderío como para decidir iniciar el proceso de unificación monetaria, y 2) el resto de los países. En el caso de Francia, este país vio en la unificación una forma de contrarrestar el liderazgo de Alemania, asegurándose una co-dirección de Europa. Para los alemanes, en cambio, la unificación era precisamente el instrumento necesario para afianzar ese liderazgo. El resto de los países se han sumado al proceso bien como una forma de ‘tener una silla en la mesa’ donde se toman unas decisiones que pueden llegar a afectarles, o bien por temor a ser discriminados en el futuro por los países que formen parte de la Unión Monetaria.<sup>81</sup>

### 3.2 La política cambiaria en la Eurozona

Junto a la política monetaria, los países que integran la Eurozona también han cedido su soberanía en lo que se refiere a la política cambiaria, que ahora es decidida de forma centralizada.

Los elementos normativos de la política cambiaria del euro están recogidos en el Tratado de Maastricht (1992) y son complementados por resoluciones de los Consejos Europeos de Jefes de Estado y de Gobierno de la UE.

El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (Ecofin, pero sólo con el voto de los países que han adoptado el euro) decide y negocia con países terceros el régimen cambiario del euro en el marco del sistema monetario internacional, y elabora directrices de política cambiaria dirigidas al Eurosistema sobre la base de las recomendaciones y el asesoramiento del BCE y la Comisión.

---

<sup>80</sup> **Barry Eichengreen y Jeffrey Frieden:** “The political economy of European Monetary Unification: an analytical introduction”, en *Economics & Politics*, vol. 5, nº 2 (Julio, 1993), p. 20. Disponible en <<http://ideas.repec.org/a/bla/ecopol/v5y1993i2p85-104.html>>

<sup>81</sup> **Martín Feldstein:** “The political economy of the European Economic and Monetary Union: political sources of an economic liability”, en *NBER Working Paper Series nº 6150*, National Bureau of Economic Research, (Agosto, 1997), pp. 4-14. Disponible en <<http://www.nber.org/papers/w6150>>

La coordinación de políticas económicas se ha relacionado explícitamente por el Consejo Europeo de Luxemburgo (1997) con el valor y el papel del euro en el sistema económico internacional al menos en dos aspectos:

- 1) La zona euro reconoce la responsabilidad que tiene su política económica a escala internacional, ya que el euro es una de las principales divisas del sistema monetario mundial.
- 2) La política económica de la zona euro estará orientada, en primer lugar, en hacer del euro una moneda ‘fuerte’ en los mercados internacionales, capaz de competir con éxito con sus rivales, el dólar y el yen; y en segundo lugar, debe ser consistente con la estabilidad de precios.

En la actualidad no hay ningún régimen cambiario formal del euro con el dólar o con el yen, ni se han producido orientaciones generales de política cambiaria por parte del Ecofin, de manera que el tipo de cambio del euro es el resultado de su cotización libre en los mercados de divisas –flotación limpia-, como el dólar o el yen.<sup>82</sup>

El propósito de hacer del euro una divisa fuerte obedece al deseo implícito de poner la política cambiaria al servicio del control de la inflación, pues de ese modo los productos importados resultarán más baratos. Ahora bien también las exportaciones europeas resultarán más caras, con lo que el empleo se resentirá. Vemos pues que, al igual que ocurre con la política monetaria, la obsesión por la estabilidad de precios es el *leit-motiv* de la Unión Monetaria Europea.

En la coyuntura actual, dominada por la crisis financiera más grave desde la Gran Depresión, los dirigentes de la Unión Monetaria Europea se han manteniéndose fieles a esta consigna del ‘euro fuerte’, demostrando con ello lo poco que les importa el desempleo –más allá de las rutinarias y circunspectas declaraciones *ad populum*.

Esto es lo que decía el Editorial de un periódico:

*“La orientación manifiestamente laxa de la política monetaria en EE UU y más recientemente en Japón ha propiciado la depreciación de su moneda respecto al resto de divisas, en especial de aquellas monedas cuyas autoridades se han manifestado más cautelosas en la neutralización de la recesión. Es el caso del BCE, tolerante con el encarecimiento del euro y, por tanto, añadiendo más dificultades a las empresas europeas para ser suficientemente competitivas en un entorno global de bajo crecimiento de la demanda.*

*Es necesario que en la eurozona se abandonen las políticas contrarias al estímulo de la demanda. Encarecen el euro, restringen las exportaciones fuera del área y retardan la recuperación del crecimiento económico y del empleo. Un tipo de cambio apreciado frente a las principales divisas es una forma adicional de restar posibilidades de abandonar la recesión europea”.*<sup>83</sup>

---

<sup>82</sup> **Vicente Javier Fernández Rodríguez:** “Política del tipo de cambio del euro: aspectos institucionales y económicos”, en *Información Comercial Española*, nº 784 (Marzo-Abril, 2000), pp. 60-5. Disponible en <[http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE\\_784\\_60-73\\_\\_5E3828113E4FF4462C451CACC96F51B1.pdf](http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_784_60-73__5E3828113E4FF4462C451CACC96F51B1.pdf)>

<sup>83</sup> **El País:** “Divisas beligerantes”, 17/2/2013. Disponible en <[http://elpais.com/elpais/2013/02/16/opinion/1361044522\\_071849.html](http://elpais.com/elpais/2013/02/16/opinion/1361044522_071849.html)>



### 3.3 Proyección internacional del euro

El economista Paul De Grauwe distingue entre dos tipos de factores que determinan el que una moneda se convierta en divisa internacional o no.

En primer lugar están los *factores estructurales*. Aquí hay que considerar el tamaño y la estructura de la economía. Aunque la economía ‘real’ de la Eurozona es casi tan grande como la de Estados Unidos, no se puede decir lo mismo de su sector financiero. En términos de tamaño financiero, los USA son aproximadamente un 70% más grande que la Eurozona. Esto implica que los USA cuentan con una ventaja competitiva.

Pensamos que también hay que mencionar aquí lo expuesto por Adam Posen, quien afirma que es importante la falta de representación institucional coherente para la zona euro en los foros monetarios internacionales. En comparación con única voz de la UE en las negociaciones comerciales globales, la incapacidad de la Eurozona para hablar como una sola entidad llama la atención, sobre todo en las instituciones de Bretton Woods (FMI y Banco Mundial).<sup>84</sup>

El segundo factor a tener en cuenta es la *política económica*. Una moneda sólo puede jugar un papel internacional si goza de estabilidad en casa. Esta estabilidad debe juzgarse en términos de tasas de inflación, de tipos de interés, actividad económica, equilibrio de la balanza de pagos, etc. Pero esto depende críticamente de las políticas económicas seguidas por sus Gobiernos.<sup>85</sup>

Desde el comienzo de la Eurozona el euro ha visto aumentar su participación como moneda de reserva internacional, hasta alcanzar más del 25% de todas las reservas mantenidas por los bancos centrales. Sin embargo, la participación del dólar, aunque en declive, sigue siendo aún más importante. En 2011 todavía era más del 60%.<sup>86</sup>

Estos datos ponen en evidencia de que la economía de la eurozona no es aún lo suficientemente fuerte como para desafiar al dólar como moneda de reserva global o incluso para ser utilizada ampliamente fuera de sus fronteras.<sup>87</sup>

Otra cuestión importante es la de si el euro se apreciará a largo plazo con respecto al dólar. Esto lo podemos ver en el siguiente gráfico:<sup>88</sup>



<sup>84</sup> Adam S. Posen: “Euro”, en Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume (eds.): *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*, Palgrave Macmillan, 2008. Disponible en <<[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_E000123](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_E000123)>>

<sup>85</sup> Paul de Grauwe: *op. cit.*, pp. 238-45.

<sup>86</sup> Paul de Grauwe: *op. cit.*, p. 238

<sup>87</sup> Adam S. Posen: *op. cit.*

<sup>88</sup> <<http://www.indexmundi.com/xrates/graph.aspx?c1=USD&c2=EUR&days=3650>>

#### 4. CONCLUSIONES

Para los gobiernos es tan importante defender la estabilidad del valor del dinero tanto dentro como fuera del país. Para esto último se han utilizado dos sistemas de tipos de cambio –el fijo y el flexible- que se han mostrado insatisfactorios, a medida que se liberalizaba el movimiento internacional de capitales y la especulación de divisas campaba por sus respetos. Las propuestas para limitar esta libertad de capitales, bien a través de la Tasa Tobin, bien mediante el control de cambios apoyado en la nacionalización de los bancos, apenas han encontrado apoyo, porque es evidente que ambas contradicen los fundamentos ideológicos liberales que otorgan máxima prioridad a la libertad económica de los operadores privados, y que hoy son predominantes. De todas maneras, la preponderancia de la flotación sucia y de las zonas objetivas de los tipos de cambio ha supuesto un mentís al liberalismo, aunque son una fórmula de compromiso menos intervencionista que las anteriormente expuestas. También la imposición de una Tasa Tobin en un área de cooperación reforzada dentro de algunos países europeos, va en la misma dirección.

Otra forma de resolver la cuestión de las relaciones económicas internacionales es mediante una unión monetaria, de lo que ya hemos visto que existen precedentes, aunque no siempre han terminado exitosamente. La adopción voluntaria del euro por naciones soberanas y no políticamente unificadas, y el reemplazo de monedas estables (en particular, el marco alemán), es, pues, un extraordinario experimento monetario y de compromiso político.<sup>89</sup>

Se trata, por tanto, de volver a los tipos de cambio fijos, pero haciéndolos no ajustables –irrevocablemente fijos, sin posibilidad de devaluación. Esto, unido a la libertad de capitales en el interior de la Eurozona, ofrece un estado de cosas muy similar al que existía en tiempos del patrón oro, salvo que ahora hay una moneda común, un único banco central, pocos flujos migratorios de trabajadores y cierto control sobre la política fiscal.<sup>90</sup>

¿Y cómo se resolverán los desequilibrios comerciales en el interior de la zona euro? Cuando en un país, por cualquier razón, haya una pérdida de competitividad frente al resto, se pondrá en marcha el mecanismo clásico de ajuste automático: los capitales fluirán a los países más competitivos, la actividad caerá en el menos competitivo, y con ello el empleo y los precios, hasta que esto último permita recuperar la competitividad perdida. Es, sin duda ninguna, una vuelta apenas disimulada al liberalismo clásico del siglo XIX, que debemos recordar, duró lo que duró la falta de democracia en Europa; y como atinadamente ha expuesto el especialista en el tema Barry Eichengreen, esto sólo se mantuvo en el pasado mientras los trabajadores estuvieron dispuestos a emigrar y se dio una falta de democracia en Europa.

Parafraseando a Keynes es como si la antigua reliquia hubiese cobrado vida; pero los brujos que han la han vuelto a situar en el centro de sus ceremonias y reverencias la han disfrazado de tal modo que parece, ante los ojos del ciudadano profano, un nuevo fetiche.

Para que la ciudadanía aceptase este nuevo ídolo pagano ha sido necesario revestirlo de nuevos atributos: se le ha otorgado supersticiosamente la capacidad de servir de cemento de unión política entre los europeos, cuando lo más probable, como dice Martín Felstein, es que creará

---

<sup>89</sup> **Adam S. Posen:** *op. cit.*

<sup>90</sup> **Barry Eichengreen:** “Déjà vu all over again: lessons from the gold standard for european monetary unification”, en **Tamim Bayoumi, Barry Eichengreen y Mark P. Taylor (eds.):** *Modern perspectives on the gold standard*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996, pp. 365 y s.

nuevos conflictos entre alemanes y franceses por el liderazgo de la Unión, y también por el control del Eurosistema y sobre los límites futuros de la política fiscal.<sup>91</sup>

## **CARLOS JAVIER BUGALLO SALOMÓN**

Licenciado en Geografía e Historia  
Diplomado en Estudios Avanzados en Economía

Miembro de Attac y Esquerra Unida del País Valencià

---

<sup>91</sup> **Martin Feldstein:** *op. cit.*, p. 30.