

LA INTEGRACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA LECCIONES DE LA UNIÓN EUROPEA*

Roberto Urrunaga
Jessica Silva

RESUMEN

El artículo discute el proceso de integración de la Unión Europea, con énfasis en los aspectos financieros, y cuestiona el establecimiento de la moneda única como un objetivo indispensable, al menos desde el punto de vista económico. El análisis de la integración financiera se concentra en la verificación del cumplimiento de la paridad de las tasas de interés y en el proceso de convergencia de las mismas. El principal resultado es que tanto la paridad como la convergencia se han cumplido en gran medida, y sólo recientemente para las tasas de interés de largo plazo, mientras que no ha ocurrido lo mismo para las tasas de corto plazo, lo que puede ser fuente de algunos inconvenientes y estaría reflejando cierto escepticismo sobre el éxito inmediato de la moneda única. Por otro lado, se plantea que el establecimiento de la moneda única restará autonomía a las políticas fiscales y, en particular, a las políticas tributarias, lo que parece no ser del agrado de las autoridades de los diversos países miembros de la Unión que han evitado fijar compromisos al respecto

ABSTRACT

This article discusses the integration process of the European Union, stressing the financial aspects, and also discusses the need for a single currency as a further step in that process. The analysis of the financial integration evaluates the existence of interest rate parity and convergence. The main result is that both parity and convergence seem to have been achieved, but only for long run interest rates and just recently. The persistence of important differences between short run interest rates could cause some troubles and it would be showing the scepticism of the single currency succesful. Also, the article carries out that the implementation of the single currency will reduce the autonomy of the fiscal policy, and mainly the tax policy, something that appears unwanted by the authorities of the country members of the European Union that have avoided to establish agreements about that

Introducción

La Unión Europea constituye uno de los principales socios comerciales de Perú. Es más, en términos de las exportaciones peruanas, dicho bloque comercial se constituye en el principal mercado de destino de las mismas

(27%), tal como puede apreciarse en el Cuadro No. 1. En cambio, el principal bloque de integración regional al que pertenece Perú, que es el Grupo Andino, no alcanza a representar el 10% del comercio total del país e incluso se asemeja bastante a la participación del Mercado Común del Sur (Mercosur).

* El presente artículo es un producto del proyecto de investigación "La integración financiera: lecciones de la Unión Europea", realizado durante el año 1997 en el Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Debido a la fecha del estudio, los acontecimientos ocurridos en lo que va del año 1998 no han sido incorporados en este artículo. Los autores desean agradecer a la Fundación Friedrich Ebert por la oportunidad brindada al primero de ellos para realizar una breve pasantía sobre el tema en Bruselas, en el mes de junio de 1996, donde el principal valor agregado fue el intercambio de opiniones con funcionarios de las diversas instancias de la Unión Europea.

Cuadro No. 1

**COMERCIO DE PERÚ CON EL RESTO
DEL MUNDO: 1996**
(Estructura porcentual)

| | Exportaciones | Importaciones | Total |
|---------------------------|---------------|---------------|-------|
| Unión Europea | 27.0 | 19.0 | 23.0 |
| Alemania (4to.) | 4.6 | 3.9 | 4.4 |
| España (5to.) | 1.3 | 5.7 | 4.3 |
| Reino Unido (9no.) | 7.3 | 1.3 | 3.9 |
| Italia (11avo.) | 3.4 | 2.2 | 2.7 |
| Tratado de Libre Comercio | 24.0 | 35.0 | 30.0 |
| Estados Unidos (1ro.) | 19.9 | 30.7 | 26.0 |
| Grupo Andino 1/ | 8.0 | 10.0 | 9.0 |
| Mercosur | 5.0 | 8.0 | 7.0 |

1/ No incluye comercio de petróleo y derivados.

Sin lugar a dudas, la Unión Europea constituye el proceso de integración económica más avanzado a nivel mundial. En particular, el proceso de creación de una moneda única es un tema de discusión académica y política no sólo de Europa, sino también de todas las otras regiones del mundo donde existen intentos de integración o, por lo menos, de formación de bloques comerciales. La libre movilidad de capitales, por un lado, y el desarrollo de la tecnología financiera, por otro lado, están permitiendo que la integración financiera y monetaria ya no se vea tan lejana e improbable en varias partes del mundo.

La relevancia del tema radica en un hecho fundamental ocurrido en la economía mundial durante los últimos 25 años: la creciente importancia del comercio internacional ha estado acompañada por el crecimiento y la integración del mercado internacional de capitales.

Sin necesidad de llegar a la postura extremadamente escéptica de los ingleses (que incluso parecen oponerse a la moneda única), incluso dentro del grupo de los que creen en la moneda única puede encontrarse una gran diversidad de opiniones al interior de la Unión

Europea. Desde aquellos que consideran que la mayoría de países miembros de la Unión Europea (sino todos) estarán en condiciones de cumplir los requisitos para entrar al sistema del euro (la moneda única), hasta aquellos que avizoran que sólo habrá algunos países verdaderamente interesados en entrar al sistema, y de ellos, sólo el eje Alemania-Francia cumplirá los requisitos.

El objetivo del artículo es analizar el proceso de integración financiera y monetaria en la Unión Europea, del cual puedan extraerse algunas lecciones para la subregión donde se ubica Perú, la que no tiene que referirse necesariamente al Grupo Andino. Para ello se incluye una sección donde se discute la justificación de la moneda única (la segunda), y otra sección donde se discute la evolución de los criterios de convergencia (la tercera), con especial énfasis en el referido a las tasas de interés. Adicionalmente, se incluyen dos secciones: una inmediatamente después de esta introducción, donde se presenta una síntesis del proceso de integración, y otra inmediatamente antes de las conclusiones, donde se discute la eventual necesidad de una coordinación de políticas fiscales una vez que esté operando la moneda única.

1. Síntesis del proceso

El proceso de integración de Europa ha tenido cuatro grandes acontecimientos hasta la fecha:

- El Tratado de Roma, que dio origen a la Comunidad Económica Europea a finales de marzo de 1957.
- El Acta de Bruselas, que determinó la elección del Parlamento Europeo a finales de setiembre de 1976 mediante el sufragio universal directo.
- El Acta Única Europea, que reforzó las competencias y los poderes de las instituciones europeas, a partir de julio de 1987.
- El Tratado de Maastricht, que convirtió a la Comunidad Económica Europea en la Unión Europea, a partir de noviembre de

1993, y que introdujo el calendario para la moneda única.

1.1 Objetivos y políticas generales

Dos de las principales razones que dieron origen a la Comunidad Económica Europea fueron el reconocimiento de la debilidad de la región, la que fue desplazada por las dos superpotencias posguerra (Estados Unidos y Unión Soviética), y la intención de lograr una mayor integración en búsqueda de la paz para evitar nuevos enfrentamientos.

Durante los años sesenta, la Comunidad Económica fue desarrollándose sin que la unión política lograra prosperar, a pesar de varios intentos. Recién durante los años setenta se produjeron resultados importantes en el proceso de integración. Así, por ejemplo, los países crearon en 1970 la llamada Cooperación Política Europea, con la intención de lograr una armonización voluntaria de la política exterior, la que fue perfeccionándose paulatinamente. Por otra parte, en 1979 se creó el Sistema Monetario Europeo (SME), con el objetivo de establecer una zona monetaria estable, a salvo de variaciones drásticas en los tipos de cambio entre las monedas de los países miembros.

Los años ochenta fueron fundamentales para el avance de la integración. Aquí destaca nítidamente la firma del Acta Única Europea, donde se reafirma la voluntad de crear la Unión Europea, a cuya realización debían contribuir tanto la Comunidad Económica como la Cooperación Política Europea. Ello finalmente se concretó en 1992 con la firma del Tratado de Maastricht, también denominado el Tratado de la Unión Europea, por parte de los estados miembros y posteriormente, con la ratificación de la ciudadanía de cada país mediante procesos de consulta popular¹.

Si bien el mercado único está funcionando, persisten algunos problemas en áreas específicas:

- La existencia de barreras técnicas al comercio.

- Legislación incompleta en sectores clave, como fiscalidad y derechos de sociedades.
- Cumplimiento desigual o excesivamente burocrático de la legislación.
- Necesidad de seguir reforzando la política de competencia, especialmente en áreas como la ayuda estatal y la liberalización de los servicios públicos.
- Solicitudes de medidas compensatorias como consecuencia de fluctuaciones monetarias.
- La no prestación de suficiente atención a las necesidades de los ciudadanos, que a menudo no son plenamente conscientes de las oportunidades que se les ofrecen.

En función de lo anterior, la política de la Comisión Europea durante los últimos años ha girado en torno a las siguientes líneas:

- completar y racionalizar el marco jurídico del mercado único,
- hacerlo funcionar,
- confirmar su calidad de piedra angular de la unión económica y monetaria,
- afianzarlo de cara al ciudadano,
- adaptarlo al progreso tecnológico y a otros cambios,
- preparar su ampliación.

En la primera actividad, el objetivo ha sido completar el marco jurídico del mercado único, incluidas las principales propuestas del Libro Blanco de 1985 y la liberalización de algunos sectores no cubiertos por aquel programa. Las propuestas de la Comisión para eliminar la doble imposición aún siguen bloqueadas. Además, los servicios financieros transfronterizos tropiezan con grandes diferencias de regímenes fiscales, privando a los ciudadanos del acceso a nuevos productos a precios competitivos.

El régimen transitorio del impuesto al valor agregado (IVA) tiene que mejorarse y convertirse en definitivo, de tal manera que las ventas intracomunitarias reciban el mismo trato que las ventas nacionales y garantizando

que los ingresos gubernamentales por IVA se mantengan estables.

Además, se quiere simplificar las reglamentaciones. Así, la Comisión presentó al Consejo y al Parlamento, hasta finales de 1995, propuestas para derogar alrededor de 350 instrumentos jurídicos. Sin embargo, preocupa que en 1995 se hayan presentado a la Comisión 438 propuestas de legislación técnica a escala nacional.

En la segunda actividad, hasta diciembre de 1995, los estados miembros habían adoptado el 93.4% de las medidas nacionales necesarias para aplicar la normativa comunitaria sobre el mercado único. Mientras Dinamarca, los Países Bajos, España y Suecia registran un grado de incorporación muy superior a la media comunitaria, Grecia, Alemania y Austria están muy por debajo. Lamentablemente, la aplicación de la legislación comunitaria sigue siendo muy deficiente en algunos sectores clave, sobre todo contratos públicos, propiedad intelectual y seguros. La Comisión no duda en aplicar procedimientos de infracción.

En la tercera actividad se ha elaborado el Libro Verde sobre la moneda única, el 31 de mayo, y se invitó a todas las partes interesadas a debatir su contenido en otoño, recibándose valiosas sugerencias.

En la cuarta actividad se han dado nuevas normas sobre las transferencias transfronterizas de créditos con la intención de brindar un servicio más eficiente al ciudadano y a las pequeñas y medianas empresas, permitiendo incluso la compensación de pérdidas. Además, dos sentencias del Tribunal de Justicia confirmaron que las personas que viven en un estado miembro pero obtienen la mayor parte de su renta en otro, han de recibir el mismo tratamiento fiscal que los residentes de este último.

En la sexta actividad se ha avanzado en el intento de extensión del principio de libre acceso del mercado único más allá de sus fronteras. Así, por ejemplo, en el ámbito de los servicios financieros se dio un paso significativo (en julio) a iniciativa de la Unión, con el acuerdo provisional de la Organización Mun-

dial del Comercio (OMC) para la liberalización de los servicios financieros.

1.2 **Ámbito financiero**

La legislación comunitaria sobre movimientos de capitales y libertad de pagos ha sido incorporada por los estados miembros y se ha puesto fin a las excepciones transitorias. Ahora bien, como han seguido existiendo algunas trabas con implicancias importantes sobre la integración financiera, la Comisión ha sugerido procedimientos de infracción para suprimir estos obstáculos. El resultado ha sido positivo y sigue mejorando. En los últimos años se ha incrementado considerablemente el flujo de inversiones directas y de cartera en la Unión Europea y en el resto del mundo, lo que es sinónimo de integración financiera. Un punto fundamental ha sido el atractivo de las emisiones públicas; por ejemplo, la posesión de títulos públicos por parte de no residentes pasó de 1987 a 1993: en Francia, de 3% al 31%; en Alemania, de 21% al 34%; en Dinamarca, de 36% al 51%; en los Países Bajos, de 9% al 16%; y en Italia, de 2% al 4%. Esta necesidad de acceder a los mercados internacionales ha obligado a reformas y mejoras en la eficiencia de los mercados locales. Ahora bien, estos porcentajes se refieren al mercado secundario de valores públicos, en la medida en que algunos países, como por ejemplo Alemania, aún cuentan con restricciones para realizar emisiones primarias en el exterior. La Comisión también está trabajando en la eliminación de tales limitaciones.

Otro problema que se ha podido identificar es que, a pesar del avance en el intento de extensión del principio de libre acceso del mercado único más allá de sus fronteras en el ámbito financiero, con el acuerdo provisional de la Organización Mundial del Comercio (OMC), aún subsisten las observaciones hechas por los países miembros al Código de Liberalización de los Movimientos de Capital de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), debido a que la Unión Europea no quiso efectuar una liberalización unilateral, sin recibir nada a cambio.

Aquí se está jugando mucho con los convenios de reciprocidad, lo que podría generar una especie de desviación del comercio en el sector financiero, en la medida en que estos acuerdos impedirían que instituciones financieras norteamericanas y japonesas emprendiesen actividades en Europa que estuviesen prohibidas en sus respectivos países.

Ante la volatilidad de los mercados de cambio y las repercusiones sobre las operaciones con instrumentos derivados se ha discutido mucho. Algunas propuestas lanzadas han sido la imposición fiscal de los flujos internacionales de capitales y la imposición de requisitos sobre reservas. Sin embargo, la Comisión ha hecho pública su disconformidad con medidas de dicha naturaleza porque atentan contra la libre movilidad de capitales.

Con respecto a las entidades de crédito se hace una separación entre instrumentos derivados y la comunicación interpretativa sobre la cláusula de interés general. En el primer aspecto se menciona que aunque se han usado para cubrir riesgos y para especular durante dos décadas, acontecimientos recientes como el de Barings han llamado la atención. Ello motivó que el 12 de abril de 1995, un representante de la Comisión Europea presentara un informe a sus colegas sobre los instrumentos derivados y los movimientos de capitales.

La legislación comunitaria cubre muchos de los problemas de supervisión que plantean los instrumentos derivados. Por ejemplo, la directiva sobre el coeficiente de solvencia 89/647/CEE del 18 de diciembre de 1989 (DO L 386 del 30/12/89) y la de adecuación del capital (DAC) 93/6/CEE del 15 de marzo de 1993 (DO L 141 del 11/06/93) que se aplicará a partir del 1 de enero de 1996, exigen a los bancos y entidades de inversión, la constitución de fondos propios para cubrir los riesgos de créditos y los riesgos de mercado inherentes a sus actividades con los instrumentos derivados. Además, la DAC y la directiva sobre los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables 93/22/CEE del 10 de mayo de 1993 (DO L 141 del 11/06/93), que también se aplicará a partir del 1 de enero de

1996, obligan a las entidades de crédito a contar con sistemas de supervisión de riesgos adecuados.

Frente a las inquietudes manifestadas por el informe del Parlamento Europeo, del 22 de setiembre de 1995, se están realizando adaptaciones legislativas sobre los instrumentos derivados financieros como las siguientes:

- En setiembre de 1995, el Consejo se puso de acuerdo sobre una propuesta de directiva que permitiría a los estados miembros reconocer los acuerdos bilaterales de compensación (posición común CE 21/95 aprobada por el Parlamento el 4 de diciembre de 1995; decisión PE A4-0309), reduciendo bastante los riesgos de crédito de los instrumentos derivados negociados *over-the-counter*.
- Se está preparando un proyecto de directiva que amplíe los requisitos de capital para negociar derivados *over-the-counter* y prohibir su uso si implican alto riesgo para entidades que no cuenten con mecanismos adecuados de control de riesgos.
- Consultando con los estados miembros, se están examinando las normas contables nacionales aplicables a derivados usados por instituciones financieras.

Sobre la comunicación interpretativa con relación a la cláusula de interés general, la Comisión ha percibido que las diversas interpretaciones y la incertidumbre sobre el concepto de prestación de servicios, así como el alcance de la cláusula de interés general en la Segunda Directiva Bancaria 89/646/CEE del 15 de diciembre de 1989 (DO L 386 del 30/12/89) relativa al acceso a la actividad y al ejercicio de las entidades de crédito, atentan contra la libre circulación de los servicios bancarios. Por ello ha preparado un documento de consulta, con la intención de aclarar lo siguiente:

- Servicios transfronterizos.
- Interés general.

Con respecto al sector seguros, el mercado único de los seguros lleva funcionando más de un año con efectos positivos ya observables: por ejemplo, los consumidores alemanes se han beneficiado de una mayor competencia entre las empresas aseguradoras que operan en el ramo automotriz, mientras que los consumidores belgas pueden ahora comprar seguros de vida con elementos de capitalización comercializados por empresas francesas. Por otra parte, el mercado único de seguros sobre grandes riesgos industriales y empresariales nació antes, desde principios de 1990. Sin embargo, también se han presentado problemas que han implicado denuncias dirigidas a la Comisión. Por ello, en octubre de 1995, la Comisión adoptó una propuesta de directiva sobre supervisión de empresas de seguro que formen parte de un grupo, estableciendo la incorporación de las disposiciones a los ordenamientos nacionales el 1 de enero de 1997 y su ejecución a partir del 1 de julio del mismo año.

En cuanto a las transferencias transfronterizas de créditos, el 4 de diciembre de 1995, el Consejo llegó a una posición común en relación con una propuesta de directiva que establece normas sobre transparencia y eficacia para toda transferencia transfronteriza (en ecus o monedas de los países miembros) inferior a 25 mil ecus (30 mil ecus, dos años después de la aplicación de la directiva). Entre otras cosas, la directiva obligará a las entidades de crédito a facilitar información escrita y sencilla a sus clientes sobre el tiempo de ejecución de la transferencia y el método de cálculo de tipos y tasas. En caso que no exista un acuerdo expreso entre institución y cliente sobre el plazo de ejecución de la transferencia, los fondos se abonarán en la cuenta de la entidad de crédito beneficiaria, a más tardar en cinco días laborables después de la aceptación de la correspondiente orden, pudiendo disponer el beneficiario de dichos fondos a más tardar el día laborable siguiente. Cuando la transferencia no se realice en el plazo fijado, el cliente tendrá derecho a intereses. Además, si la transferencia no llegase al banco del beneficiario, el ordenante

deberá ser reembolsado por un monto máximo de 10 mil ecus más intereses, tasas y comisiones. La directiva regirá como máximo 30 meses después de su adopción definitiva, ocurrida a mediados de 1996, después de la segunda lectura por parte del Parlamento.

Un problema pendiente que puede complicar la libre movilidad de capitales es la falta de precisión en el tipo de circunstancias que permiten a los países miembros imponer restricciones o controles temporales (hasta por un máximo de seis meses) sobre dicho movimiento. Si bien la Comisión entiende este inconveniente, considera que entrar en mayores detalles resultaría inviable en términos políticos.

Precisamente, el tema político resulta fundamental para explicar, paradójicamente, tanto el relativamente buen grado de avance del proceso de integración como la escasa probabilidad de avanzar mucho más al menos en el corto plazo. En cuanto a la armonización de las políticas económicas, se tiene la impresión que hasta que no exista la moneda única (en 1999) no se darían mayores pasos de los ya dados. Esto no hace sino realzar la importancia que desempeñan las decisiones políticas en todo el proceso.

2. Justificación de la moneda única

La teoría económica no brinda una conclusión convincente sobre la unión monetaria. Así como no resulta obvio que el mejor régimen cambiario sea uno del tipo flexible o uno del tipo fijo o controlado, tampoco es claro que en un sistema de libre mercado entre países lo mejor sea una moneda única². De esta manera, es probable que la principal consideración para el establecimiento de la moneda única se haya ubicado en el campo político más que en el económico. Al respecto, es muy ilustrativo el hecho que la mayoría de expertos económicos estuviera en contra de tal medida o, por lo menos, manifestara su escepticismo; mientras que un grupo reducido de economistas estuvo entre los principales impulsores y defensores de dicha

medida, destacando las autoridades políticas y funcionarios de gobierno³.

2.1 Argumentos económicos

Sin ánimos de entrar en una amplia discusión sobre las bondades y los perjuicios de los regímenes cambiarios, lo que escapa al objetivo de la presente investigación, resulta útil efectuar una breve comparación entre ambos regímenes, como punto de partida para discutir la necesidad de contar con una moneda única entre países.

La principal ventaja de contar con un tipo de cambio flotante es la mayor flexibilidad de una economía para ajustarse frente a los *shocks* externos, entendiendo por éstos tanto los recibidos del exterior (alteraciones significativas en los precios de los *commodities* o en las tasas de interés) como los experimentados por fenómenos naturales e incluso, los provenientes de la aplicación de cambios drásticos en la política económica. Como es conocido, dependiendo de la magnitud de los *shocks* y de la percepción de su naturaleza temporal o permanente, la variación del tipo de cambio puede o no ocurrir. Por ejemplo, si el *shock* es sólo transitorio y la economía cuenta con la suficiente flexibilidad para acumular activos o pasivos financieros (según el *shock* sea positivo o negativo), el tipo de cambio no tendría por qué sufrir alteraciones⁴.

La principal desventaja de aplicar un régimen cambiario flexible es la incertidumbre que genera en los agentes económicos, lo que incrementa los costos de la economía. Ahora bien, el inconveniente anterior está lejos de ser insalvable debido a la existencia de los mercados de futuros, los que permiten a los agentes, que así lo deseen, protegerse frente a variaciones inesperadas en el tipo de cambio y, en general, sobre cualquier otro tipo de activo o instrumento. Precisamente, a partir de la desaparición de la libre convertibilidad y de los regímenes cambiarios fijos, aumentó la volatilidad de los tipos de cambio. Sin embargo, simultáneamente se desarrolló aceleradamente la utilización de los instru-

mentos derivados (contratos de futuros y de opciones) para hacer frente a esa mayor volatilidad⁵.

Con respecto al tipo de cambio fijo sucede precisamente lo opuesto al régimen anterior. Es decir, lo que constituye una ventaja para el régimen cambiario flexible es la principal limitación del régimen controlado o fijo, pues el ajuste del tipo de cambio frente a los *shocks* externos dependerá del criterio del gobierno y no de lo que requiera el mercado. Por su parte, la desventaja del régimen flexible es el principal punto a favor del régimen fijo, pues salvo que el gobierno aplique una política cambiaria muy errática, éste genera mayor certidumbre.

La eliminación por completo de la escasa flexibilidad cambiaria con que podría contar una economía con tipo de cambio fijo, se produce cuando se crea una moneda única entre dos o más países y ninguno de ellos cuenta con el poder de subordinar al o a los otros. Ésta es la principal desventaja de este régimen. Por el otro lado, su principal ventaja es que elimina los costos de transacción presentes en los cambios de monedas. Como es obvio, este régimen implica la desaparición de la incertidumbre cambiaria entre los países que conforman el acuerdo de moneda única, lo que debiera mejorar la credibilidad en las autoridades.

A raíz de la decisión de crear en Europa la Unión Económica y Monetaria, el debate sobre las ventajas y desventajas de la moneda única se ha desarrollado de manera importante. Además de los anteriores, algunos de los beneficios mencionados que generaría la moneda única son los siguientes:

- a) El favorecimiento del crecimiento y el empleo, al permitirse la participación de economías más saneadas;
- b) La mayor transparencia y competencia en el mercado interior, por la publicación de precios expresados en un sola moneda;
- c) La reducción del costo administrativo de las empresas que operan en varios países, al simplificar la contabilidad; y

- d) La mayor estabilidad de los tipos de cambio, ante la eliminación de los ataques especulativos entre las monedas europeas.

En realidad, estos beneficios no son exclusivos de una política de moneda única⁶ y en el caso de serlo (como la característica "c"), su magnitud es muy poco significativa. Por esta razón, es válido concentrar el análisis sólo en los costos de transacción y en la incertidumbre cambiaria.

Algunos economistas sostienen que conforme mayor sea la importancia del comercio exterior entre dos o más países (medida, por ejemplo, con relación al producto bruto interno), que los beneficios de contar con tipos de cambio fijos entre sus monedas superen a los costos asociados a dicho régimen, podría resultar preferible operar con regímenes fijos en lugar de flexibles. Incluso, algunos van más allá y defienden la implementación de una moneda única cuando el comercio entre un grupo de países sea decisivo para cada uno de ellos. Si bien esto parece razonable en términos que la certidumbre y estabilidad cambiaria facilita el comercio exterior, no debe olvidarse la existencia de los mercados de futuros y, con ello, la posibilidad de realizar operaciones de cobertura que permitan minimizar los problemas de incertidumbre cambiaria. Por lo tanto, la superioridad de un régimen cambiario fijo y/o de una moneda única, conforme aumenta la importancia del comercio exterior entre los países no es clara.

Por otra parte, no existe una razón válida, desde el punto de vista económico, para suponer que la Unión Europea es el tamaño adecuado para aplicar una unión monetaria. Así, por ejemplo, el promedio de comercio intracomunidad de las cuatro economías más grandes es sólo 15% del PBI, cifra inferior a la correspondiente de Estados Unidos y Canadá, en un escenario donde Canadá no tiene como prioridad establecer una unión monetaria con Estados Unidos.

Intuitivamente, y suponiendo que hay una relación estrecha y directa entre la certidumbre cambiaria y el grado de integración comercial, la mayor probabilidad de éxito de la moneda única puede enfrentarse en áreas pequeñas muy integradas comercialmente (de hecho, más pequeñas que la Unión Europea), que se organicen dentro de uniones monetarias más amplias, posiblemente con tipos de cambio fijos en su interior (entre las áreas) y con tipos de cambio flexibles en su exterior (con otros bloques comerciales y/o países individuales)⁷.

Detrás de la visión anterior está implícito el supuesto que la unión monetaria es el camino para resolver los problemas de coordinación de políticas que se presentan cuando los regímenes cambiarios de los países involucrados en el comercio son flexibles. Desde este punto de vista, la única autoridad monetaria jugaría el papel de un planificador central fuerte, lo que podría ser visto como una exageración de las bondades de la concentración del poder y una consecuente subestimación de las ventajas de la competencia entre gobiernos (entre monedas). De esta manera, en lugar de que la diversidad de políticas deba considerarse como un caos que debe corregirse y uniformizarse, puede interpretarse como el resultado de una relación adecuada entre el funcionamiento de cada economía y los deseos de los residentes, quienes son libres de movilizarse en búsqueda de la mejor satisfacción de sus necesidades y preferencias⁸.

La discusión sugiere que el punto central es el tamaño óptimo del área de aplicación de la moneda única. La observación empírica de otras variables o aspectos sugiere la conveniencia de evitar las posturas extremas. Así, recogiendo la comparación entre monedas y lenguas o idiomas, la evidencia ha mostrado que no es recomendable un mundo con una sola lengua ni la proliferación de países cada uno con su propia lengua: "Las lenguas y las monedas no serían muy útiles si cada persona utilizase la suya propia, pero la conveniencia de la coordinación absoluta es también dudosa"⁹.

2.2 Argumentos políticos

Suele decirse que la eficiencia económica no lo es todo, incluso a veces entre los propios economistas. Según dicho pensamiento, se entiende que aún en el caso que la moneda única no permitiese la obtención de beneficios económicos netos para Europa, dicha medida resultaría igualmente necesaria para reforzar la unificación política de la Unión Europea. En la medida en que esto último refleja el sentir de las autoridades europeas, ello implica que el objetivo político constituye una meta más importante que el mantenimiento de la flexibilidad de cada economía para hacer frente a los *shocks* externos.

Algunas de las razones que explican el motivo por el cual la Unión Económica y Monetaria refuerza la unificación política de los países son las siguientes:

- El gran respaldo de Alemania a dicha política, lo que permite eliminar o aminorar los temores del resto de países respecto al comportamiento político de Alemania reunificada. Es decir, la integración europea se ha convertido en un proceso prácticamente irreversible, lo que contribuye de manera significativa a la paz en la región.
- El Banco Central Europeo, si bien se estima que recibirá gran influencia del Bundesbank, tiene que asignar y distribuir responsabilidades entre todos los países miembros de la Unión Europea que participen de la moneda única. Por lo tanto, la coordinación requerida para el diseño y aplicación de la política monetaria y financiera aliviará las tensiones que podrían generarse entre los países, por las políticas impuestas por el Bundesbank.
- La aparición del euro va a contribuir, sin lugar a dudas, al fortalecimiento de la influencia del bloque europeo en el contexto financiero internacional, debilitando relativamente al dólar y al yen. Al respecto, se espera que el euro sea, al menos, tan estable como el marco alemán.

3. Condiciones para participar de la moneda única

Se ha estipulado que la Unión Económica y Monetaria (UEM) debe lograrse en tres etapas, de acuerdo con el siguiente calendario:

- Primera etapa: a partir del 1 de julio de 1990.
- Segunda etapa: a partir del 1 de enero de 1994.
- Tercera etapa: a más tardar, a partir del 1 de enero de 1999.

La primera etapa ya se cumplió y se inició con la liberalización completa de los movimientos de capitales en ocho países miembros: Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Holanda, Italia, Luxemburgo y Reino Unido¹⁰. El punto de partida estuvo en la declaratoria de los principios generales de la moneda única y del paralelismo entre lo monetario y lo económico, efectuada por el Consejo Europeo de Madrid en junio de 1989, teniendo en cuenta tanto la reciente supresión de los controles sobre los movimientos de capitales, como el buen funcionamiento del SME y del mecanismo de ajuste de cambios (que incluía a las monedas de los países miembros en estrechas bandas de fluctuación). Esta etapa estuvo orientada a que los países miembros elaboraran programas de convergencia, con el fin de aproximar sus resultados económicos y hacer posible la adopción de paridades fijas entre sus monedas.

Actualmente, la UEM se encuentra en la segunda etapa, siendo importante mencionar que empezó en la fecha prevista, a pesar de las grandes crisis monetarias de 1992 y 1993 que desviaron significativamente los tipos de cambio y desestabilizaron temporalmente a las economías europeas. Esta etapa constituye un período transitorio, en el que los esfuerzos de convergencia se han ampliado. En particular, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas adopta anualmente los objetivos comunes de política económica (inflación, finanzas públicas y empleo), discute la política económica

de los países miembros y establece recomendaciones para facilitar la convergencia. Por otra parte, esta etapa ha involucrado la creación del Instituto Monetario Europeo (IME), que constituye el germen del Banco Central Europeo y que está encargado de reforzar la cooperación entre los bancos centrales de cada país miembro y, de manera específica, de coordinar las políticas monetarias nacionales. Durante esta etapa, y más precisamente a partir de inicios de 1995, con la firma del Tratado de Adhesión por parte de Austria, Finlandia y Suecia, se ha ampliado a quince el número de países que conforman la Unión Europea.

La tercera etapa debiera iniciarse en la fecha prevista, pues todas las acciones de las instituciones de la Unión Europea han trabajado intensamente durante 1997 para que así sea, luego del pesimismo que se apreció durante gran parte de 1996. Esta etapa se iniciará con la fijación irrevocable de los tipos de cambio entre las monedas participantes y el euro, de tal manera que en un primer momento continuarán circulando las monedas nacionales pero expresadas en unidades de euro (para facilitar la posterior introducción del euro mismo). El Banco Central Europeo deberá crearse algunos meses antes y entrar en operación con el inicio de esta etapa.

Ahora bien, para que un país miembro pueda entrar a la tercera etapa, el Tratado de la Unión Europea ha establecido las siguientes condiciones o criterios de convergencia:

- Finanzas públicas: El déficit fiscal no debe ser superior al 3% del PBI. La deuda pública debe ser menor al 60% del PBI.
- Estabilidad de precios: La inflación no debe superar en más de 1.5 puntos porcentuales al promedio de los tres países miembros con inflación más baja.
- Tasas de interés: La tasa promedio de interés de largo plazo no debe exceder en más de 2 puntos porcentuales a la correspondiente de los tres países miembros con intereses más bajos.

- Tipo de cambio: La devaluación durante los dos años que precedan al inicio de la tercera etapa debe haber sido nula.

A continuación se analiza la evolución de las economías europeas a la luz de estos criterios, poniendo especial énfasis en el tema de las tasas de interés, de acuerdo al objetivo de la investigación.

3.1 Convergencia de las tasas de interés

La libertad de movimiento de los capitales a nivel internacional debiera llevar a una tasa de interés única, siempre y cuando los riesgos asociados a cada economía sean similares. Debido a la tecnología financiera que permite realizar operaciones internacionales en tiempo real, cualquier diferencia inicial entre las tasas de interés de dos o más países que cuenten con movilidad perfecta de capitales y enfrenten el mismo nivel de riesgo debiera desaparecer rápidamente por la realización de operaciones de arbitraje, es decir, por la transferencia de recursos desde los países con menores retribuciones al capital hacia los países que ofrecen las mayores retribuciones hasta que las tasas de interés se igualen.

Como se sabe, un importante elemento que afecta la igualación de las tasas de interés entre los activos financieros homogéneos pero denominados en diferentes monedas, es la incertidumbre sobre la evolución de la capacidad adquisitiva de una moneda respecto a la otra. Es decir, el riesgo cambiario. En particular, en economías con libre movilidad de capitales, debiera esperarse el cumplimiento de la paridad de las tasas de interés, de tal manera que se cumpla la siguiente expresión:

$$1 + i = (1 + i^*) (1 + \hat{e}^*)$$

donde i es la tasa de interés doméstica; i^* es la tasa de interés externa; y \hat{e}^* es la tasa de variación esperada del tipo de cambio (medido como el número de unidades de moneda local requeridas para adquirir una unidad de moneda exterior)¹¹. Esta última variable puede ser

Cuadro No. 4

TASA DE RENDIMIENTO DE BONOS DEL GOBIERNO
(En porcentaje)

| | 1989 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 ^{1/} |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|
| Alemania | 7.09 | 6.67 | 6.50 | 5.63 | 5.09 |
| Austria | 7.14 | 6.69 | 6.47 | 5.30 | n.d |
| Bélgica | 8.64 | 7.76 | 7.34 | 6.26 | 5.52 |
| Dinamarca | 9.75 | 7.41 | 7.58 | 6.04 | 5.09 |
| España | 13.70 | 9.69 | 11.04 | 8.18 | 5.59 |
| Finlandia | n.d | 9.00 | 8.80 | n.d | n.d |
| Francia | 8.79 | 7.35 | 7.59 | 6.39 | 5.54 |
| Irlanda | 8.95 | 8.19 | 8.30 | 7.48 | 6.15 |
| Italia | 10.72 | 10.56 | 12.21 | 9.40 | 6.70 |
| Luxemburgo | 7.68 | 6.38 | 6.05 | 5.21 | n.d |
| Países Bajos | 7.22 | 7.20 | 7.20 | 6.49 | 5.76 |
| Portugal | 14.74 | 10.83 | 10.34 | 7.32 | 5.44 |
| Reino Unido | 9.58 | 8.05 | 8.26 | 8.10 | 6.79 |
| Suecia | 11.18 | 9.41 | n.d | n.d | n.d |
| Tope (criterio) | 9.15 | 8.58 | 8.34 | 7.38 | 7.21 |

1/ A setiembre de 1997.

n.d: No disponible.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

Elaboración propia.

Vale la pena destacar la aceleración en el ritmo de convergencia experimentada durante el último año¹⁷, ya que mientras durante el período 1994-1996 el número de países que no cumplían el criterio fue disminuyendo de a uno por año (pasando de 5 a 3), durante 1997 no quedó país alguno incumpliendo la condición.

Resulta interesante apreciar que mientras las tasas de interés a largo plazo (como las aplicables a los bonos públicos) han tendido a converger entre los países miembros de la Unión Europea, las tasas de interés a corto plazo aún son muy distintas¹⁸. Ello puede notarse en el Cuadro No. 5, donde se presenta información sobre la tasa del mercado

monetario¹⁹, una de las tasas de interés de corto plazo más representativas de la mayoría de países en estudio. El problema con lo anterior no está relacionado con la calificación o no para la moneda única, pues el criterio de convergencia sólo hace alusión a las tasas de interés de largo plazo. Más bien, el inconveniente es que la moneda única requiere también, en la práctica, de una única tasa de interés a corto plazo para instrumentos financieros homogéneos en los países que participen en la tercera etapa de la UEM. La preocupación es incluso mayor si se toma en cuenta que la mayor volatilidad de los capitales (entradas y salidas de cada país) se da en las inversiones en activos financieros de corto plazo.

Cuadro No. 5

TASA DEL MERCADO MONETARIO
(En porcentaje)

| | 1989 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 ^{1/} |
|--------------|-------|-------|-------|------|--------------------|
| Alemania | 6.60 | 5.30 | 4.50 | 3.30 | 3.10 |
| Austria | 7.46 | 5.03 | 4.36 | 3.19 | 3.26 |
| Bélgica | 7.00 | 5.72 | 4.80 | 3.24 | 3.61 |
| Dinamarca | 9.66 | 6.30 | 6.19 | 3.98 | 3.66 |
| España | 14.39 | n.d | n.d | n.d | n.d |
| Finlandia | 12.56 | 5.35 | 5.75 | 3.63 | 3.31 |
| Francia | 9.07 | 5.69 | 6.35 | 3.73 | 3.19 |
| Irlanda | n.d | 6.13 | n.d | n.d | n.d |
| Italia | 12.69 | 8.51 | 10.46 | 8.82 | 6.87 |
| Luxemburgo | n.d | n.d | n.d | n.d | n.d |
| Países Bajos | 6.99 | 5.14 | 4.22 | 2.89 | 3.10 |
| Portugal | 12.84 | 10.62 | n.d | 7.38 | 5.54 |
| Reino Unido | 13.88 | 4.76 | 5.98 | 5.89 | 7.00 |
| Suecia | 11.52 | 7.36 | 8.54 | 6.28 | 4.20 |

1/ A setiembre de 1997.

n.d: No disponible.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

Elaboración propia.

A manera de ejemplo, la tasa de interés de corto plazo en Alemania se encuentra muy por debajo (menos de la mitad) de la correspondiente en Italia. A pesar de que cabría esperar que, camino a la moneda única, la tasa de Alemania experimente algún incremento y la tasa de Italia enfrente alguna reducción, la percepción actual es que gran parte de dicha brecha se debe al riesgo que Italia finalmente no califique para ingresar a la moneda única. Por otra parte, si efectivamente ocurriese un aumento en las tasas de interés de corto plazo en Alemania, podría generarse una importante entrada de capitales hacia dicho país, recursos que saldrían en gran medida de Italia si sus tasas de corto plazo se redujeran, en cuyo caso podría esperarse una devaluación de la lira, con lo que no se cumpliría con una de las condiciones mencionadas para calificar para la moneda única²⁰.

Ahora bien, la probabilidad de que Alemania suba sus tasas de interés a corto

plazo no parece muy razonable, ya que ello obligaría a Francia, por ejemplo, a hacer lo propio para mantener la estabilidad del tipo de cambio franco-marco, siendo muy improbable que ello ocurra en el último país, dado el interés del gobierno socialista de promover el empleo, para lo cual requiere de bajas tasas de interés. Definitivamente, estando tan cerca la fecha para el inicio de la tercera etapa de la Unión Económica y Financiera, y estando tan comprometido Alemania, este país no puede alterar su política monetaria y financiera sin coordinar previamente con otras naciones cuya participación también resulta fundamental (como Francia). Por lo tanto, parece peligrar la calificación de Italia para la moneda única.

3.2 Otros criterios de convergencia

Los comentarios con respecto a la probabilidad de adoptar el euro el 1 de enero de 1999, giran alrededor de la evolución economi-

ca de los países miembros del SME y del cumplimiento de los criterios de Maastricht.

Desde que entró en vigencia el Tratado, los países miembros se han esforzado en cumplir con los criterios. Por esta razón, los presupuestos del presente año son austeros y estrictos. Por ejemplo, España recortó su presupuesto de 1997 alrededor de 10,000 millones de dólares respecto al del año anterior; Francia congeló el gasto público en los niveles de 1996; Alemania redujo el gasto fiscal en 11,000 millones de dólares aproximadamente respecto de 1996; Italia, que se unió al SME recién el año pasado, ajustó su presupuesto en 41,590 millones de dólares. De esta manera, los déficit públicos durante 1997 se han reducido significativamente con relación a los de 1996, tal como puede apreciarse en el Cuadro No. 6. Incluso, podría decirse que sólo Grecia continúa incumpliendo la condición de convergencia, luego que en 1996 fueron diez los países que no alcanzaron a cumplir el criterio.

Sólo los países con alto grado de convergencia económica podrán pertenecer a la unión monetaria. De ahí que los países con una inflación permanentemente alta necesitan realinear sus tipos de cambio regularmente, sin alcanzar la condición de estabilidad de las monedas. Por ello, sólo países con inflaciones similares y cuyos tipos de cambio son estables se unirán a la UEM. Al respecto, durante 1997 se ha progresado de manera significativa, ya que en dicho año sólo Grecia habría incumplido el criterio de inflación, a diferencia de lo ocurrido durante 1996, cuando cinco países no cumplieron con esta condición (ver el Cuadro No. 6). Estos resultados han sido alcanzados sin mayor intervención, por lo que deben reflejar una gran confianza de los mercados de capitales.

En realidad, el único criterio que resultará muy improbable de cumplir para la mayoría de países es el de deuda pública. Tal como puede apreciarse en el Cuadro No. 6, no

Cuadro No. 6

CRITERIOS DE CONVERGENCIA

(En porcentaje)

| | Resultado del gobierno / PBI | | Deuda pública / PBI | | Inflación | |
|------------------------|------------------------------|-------------|---------------------|-------------|------------|------------|
| | 1996 | 1997 | 1996 | 1997 | 1996 | 1997 |
| Alemania | -3.6 | -3.1 | 60.7 | 62.2 | 1.5 | 1.9 |
| Francia | -4.1 | -3.2 | 55.4 | 57.7 | 2.0 | 1.1 |
| Italia | -6.7 | -3.2 | 123.8 | 122.9 | 3.9 | 1.8 |
| Reino Unido | -4.7 | -2.0 | 53.8 | 54.5 | 2.9 | 2.6 |
| España | -4.4 | -3.0 | 69.8 | 69.0 | 3.5 | 2.0 |
| Países Bajos | -2.3 | -2.1 | 78.0 | 73.6 | 2.1 | 2.3 |
| Bélgica | -3.2 | -2.8 | 127.4 | 125.1 | 2.1 | 1.6 |
| Suecia | -2.5 | -2.1 | 77.7 | 77.1 | 0.8 | 1.0 |
| Austria | -3.9 | -2.5 | 70.0 | 68.0 | 1.9 | 1.5 |
| Dinamarca | -1.4 | 0.5 | 69.9 | 66.4 | 2.2 | 2.5 |
| Finlandia | -3.1 | -1.9 | 58.8 | 59.4 | 0.6 | 1.3 |
| Grecia | -7.4 | -4.7 | 111.8 | 108.0 | 8.2 | 5.7 |
| Portugal | -4.0 | -2.9 | 66.0 | 62.9 | 3.1 | 2.2 |
| Irlanda | -0.9 | -0.8 | 72.8 | 67.5 | 1.6 | 1.7 |
| Luxemburgo | -0.1 | -0.1 | 5.9 | 5.7 | 1.8 | 2.0 |
| Tope (criterio) | -3.0 | -3.0 | 60.0 | 60.0 | 2.5 | 2.6 |

ha ocurrido mejora alguna en dicho indicador durante el último año. Además, para cumplir con la condición de convergencia, resulta poco menos que imposible reducir de manera significativa el *stock* de deuda pública en un año. De hecho, la Comisión Europea se ha adelantado a este problema y ha anunciado que será flexible en la interpretación del criterio del 60% de endeudamiento público con respecto al PBI.

Debido a la importancia de la estabilidad para el euro, Alemania propuso un Pacto de Estabilidad que sancionará a los estados miembros de la zona del euro si no cumplen el objetivo de 3% del PBI como déficit anual máximo, con una multa entre 0.2% y 0.5% del PBI. Una excepción podría darse para aquellos países que atraviesen por una recesión, aunque debe definirse la cifra exacta y el período.

Para lograr mantener bajos déficit en el largo plazo, la mayoría de países deberá sufrir una austeridad aún mayor a la que hoy atraviesan. Es evidente que la estabilidad no se logrará si se incurre en la contabilidad creativa para cuadrar las cuentas y cumplir la meta. Lamentablemente, hay indicios de que esto ha ocurrido en algunos países (por ejemplo, Francia, España y Suecia), lo cual ha generado de alguna manera la pérdida de credibilidad y confianza de algunos agentes económicos.

Asimismo, las medidas paliativas transitorias, como el incremento temporal de impuestos, sólo conducen a que más adelante el recorte de los gastos sea aún más fuerte, pudiendo generar una aguda recesión. Los países no deben perseguir la estabilidad solamente para calificar a la moneda única, sino que deben preocuparse por su permanencia en el tiempo. Por ello, los analistas económicos recomiendan que la única forma de alcanzar la meta es saneando la economía del país y logrando un crecimiento sostenido. Si las economías empiezan a crecer rápidamente en los siguientes años, los déficit se contraerán y permitirán alcanzar la meta del 3% del PBI sin hacer trampas. Las políticas corrientes sólo dan un respiro temporal.

La mejor manera de reducir el déficit consiste en cortar los gastos y mantenerlos

bajos; por ello, varios países han eliminado algunos beneficios del desempleo, de pensiones y de salud. Sin embargo, si se mantienen dentro de las reglas de la moneda única, algunos países tendrán que actuar más drásticamente al recortar las pensiones.

Un rubro del ajuste que provocó una reacción masiva por parte de los ciudadanos es el referido a la seguridad social y al seguro de desempleo. Por ejemplo, en Alemania se dio una ley que recortaba la asistencia social en un 25% para las personas que declinasen realizar trabajos adecuados y se propuso elevar la edad de retiro de 63 a 65 años para los hombres. Cuando Francia planteó la edad de retiro y limitó los gastos de salud, tuvo que afrontar una huelga del sector transporte de 24 días. Asimismo, en Suecia se produjeron protestas luego del anuncio del recorte de los pagos por enfermedad, desempleo y maternidad, de 80% a 75% del salario.

No se puede dejar de mencionar la actitud de Alemania, uno de los pilares de la unión monetaria, en los preparativos para el euro. La posición de este país es sumamente estricta. Por ello, a diferencia de Francia, no está de acuerdo en postergar la fecha de inicio de la moneda única ni que esté sujeta a controles políticos. La política interna que ha aplicado es austera, a fin de alcanzar la meta del déficit y lograr la estabilidad de los precios, aunque esto ha acentuado el problema de desempleo que rodea los 4 millones de personas (10.4% de la PEA). A pesar de los esfuerzos, el informe del año pasado de los cinco asesores del gobierno alemán planteó la duda que este país cumpla con los objetivos de Maastricht. Para muchos analistas alemanes, el gobierno ha tratado de cumplir la meta del déficit a como dé lugar, descuidando el fomento de la confianza en los mercados.

En este año se espera que Alemania y los demás países conduzcan la política económica (sin agravar el desempleo) hacia la caída de las tasas de interés como incentivo para la inversión, y consecuentemente, para el empleo y el crecimiento. Sin embargo, esto no quiere decir que el mercado laboral permanezca infle-

xible como sucede en algunos países de la Unión Europea, ya que es evidente que esto afecta a la competitividad. A fin de año se evaluarán los resultados de la política que se ponga en marcha durante 1997, y se conocerán qué países están aptos para iniciar la moneda única.

Es muy importante que los ciudadanos de los países miembros tengan conocimiento del beneficio que les puede otorgar la moneda única y estén convencidos de su necesidad. De otra manera, cuando se ponga en marcha, los agentes económicos pueden reflejar una falta de confianza en la moneda que le puede restar fortaleza al euro. Esta preocupación ha surgido en España, por ejemplo, que ha montado un plan de publicidad cuyo lema es: "El Euro, una moneda para Europa". Se trata de una estrategia para concientizar a los ciudadanos sobre las ventajas del euro. La campaña se lleva a cabo mediante *marketing* directo y publicidad a través de los medios de comunicación. Asimismo, se ha preparado cursos para empresarios, universitarios, entre otros; incluso, se pondrá una línea telefónica gratuita para absolver dudas y hasta se insertarán páginas comunicativas en Internet.

4. Coordinación de las políticas fiscales

Mantener informado al pueblo es una condición para el éxito, pero no la única. El sistema debe estar diseñado para proveer baja inflación y estabilidad económica. Como la política monetaria no es libre para cada gobierno, hay quienes sostienen que la política fiscal debe suavizar las fluctuaciones del ciclo económico. Alemania, mediante el Pacto de Estabilidad, quiere asegurar que los excesos de préstamos públicos no minen al euro. Sin embargo, para alcanzar esta meta es necesario permitir que los déficit fluctúen de acuerdo con las circunstancias económicas, por ejemplo: en promedio 3% o menos del PBI a lo largo del ciclo, fluctuando 5% o más en los picos y/o en las depresiones.

La base real para la coordinación de políticas macroeconómicas es una competencia

plena e imparcial que contribuirá a una mayor integración. Es más, dicha competencia no sólo se dará en un nivel de calidad y precios de los bienes, sino también en un nivel de competencia de sistemas de cada país, con el objetivo de atraer inversiones. La mayor parte de la política macroeconómica se preocupa más de la coordinación de la posición fiscal general de cada país que de la coordinación de programas individuales.

Las metas fiscales, el establecimiento de una regla de oro para los préstamos, el crecimiento anual del gasto y el cumplimiento del Tratado de Maastricht serán efectivos sólo si los ministros de finanzas lo ratifican y lo usan como base para sus políticas. Eso demanda honestidad desde un principio, lo cual implica no perder el tiempo en tomar medidas para mostrar presupuestos 'maquillados', desplazar el gasto para el sector cuasi privado, entre otros.

La "competencia de sistemas" repercutirá en las políticas públicas de redistribución, especialmente en el seguro social. También lo hará en lo que se refiere a remover rigideces en el mercado laboral y en las políticas de salario. La Association of German Trade Unions ha reconocido en un documento que, en el contexto de la UEM, las políticas de salarios se convertirán en el factor clave local. Las fuerzas externas de la integración de manera automática harán que las reglas e instituciones que dirigen la actividad económica sean más uniformes.

El Pacto de Estabilidad obligará a los países que adopten el euro, a mantener su déficit público en un máximo de 3% del PBI y en el caso que se incumpla, se impondrá una sanción económica que oscilará entre el 0.2% y 0.5% del PBI. Hasta ahora, hay ciertos puntos del pacto en los que Alemania discrepa con el resto de países. El primero pretende que el pacto sea de máximo rigor, con sanciones elevadas y automáticas, mientras que los demás países defienden un pacto más flexible, con sanciones variables, con un tiempo de aplicación de un año para el otro y con el compromiso que no se impongan si el país atraviesa por

un período de recesión económica. Alemania está dispuesta a aceptar dichos términos si se especifica la cifra que represente la recesión y la duración del mismo. Los demás países rechazan esas peticiones.

Para Alemania, la aplicación estricta de los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht, así como la definición rigurosa del Pacto, son esenciales para garantizar la solidez del euro. Si hay una interpretación no rigurosa se darían excesivos compromisos y excepciones, y se producirían peligros de movimientos centrifugos provocados por países con monedas más frágiles que podrían dañar al euro.

Hasta el 3 de diciembre, la posición de Alemania con relación al Pacto de Estabilidad difiere de la del resto de sus socios. Este país sólo admite que no se apliquen sanciones para aquellos países que tengan un déficit por encima de 3%, en caso de recesión económica continuada durante cuatro trimestres que haga caer el PBI en más del 2%. Este es el único punto legislativo pendiente de los necesarios para lanzar el euro en la fecha prevista.

El Pacto de Estabilidad exigido por Alemania no formaba parte del Tratado de Maastricht. Sin embargo, convenció a todos sus socios y a la Comisión Europea de que es imprescindible para la fortaleza y credibilidad del euro que los gobiernos participantes se comprometan a mantener el rigor presupuestario después de 1999. Por otro lado, Francia (que siempre ha tenido una posición más flexible de la estabilidad presupuestaria) ha manifestado que la discrepancia entre Alemania y ellos todavía es muy amplia. Es más, el Primer Ministro francés dijo que ha llegado el momento de hablar también de crecimiento y empleo en el seno de la unión monetaria.

Un grupo de países, sobre todo Alemania, insiste en que el criterio financiero debe ser interpretado en forma estricta, en línea con el tratado y en forma estrecha, sin ningún tipo de interpretación adicional. Esto muestra la creencia de que la política monetaria europea será exitosa sólo si los presupuestos del sector público son estables. La correlación entre la

eficiencia de la política monetaria y de la política fiscal es más complicada de lo que se cree.

El Banco Central estará adecuadamente equipado para aplicar la política monetaria ante efectos adversos de la política fiscal, si su principal objetivo es mantener el valor del dinero estable, si no depende de las instrucciones del gobierno y si le está prohibido extender un crédito al sector público. Todas esas condiciones se aplican al sistema europeo de banco centrales determinados para la UEM. Una errónea mezcla de políticas fiscales y monetarias puede dañar el crecimiento y el empleo.

Si el nuevo Banco Central europeo inicialmente persigue una política monetaria muy ajustada para establecer la credibilidad, los gobiernos se verán tentados a revertir esto con una política fiscal laxa. La consecuencia de la mezcla de políticas puede ser una repetición de las políticas de América en la primera mitad de la década de los ochenta, lo que originó que el dólar se eleve. Sería un poco irónico que una gran estabilidad de la moneda dentro de Europa resulte en un gran desplazamiento, en contra de las monedas, afuera de él.

Por otra parte, podría ser que algún país miembro de la Unión Europea se vea tentado a seguir una política fiscal restrictiva, con la intención de generar un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, si ello ocurriese en cada uno de los países miembros, el resultado colectivo sería una considerable reducción de la producción para todos ellos, sin mayor mejora en la cuenta corriente de la balanza de pagos. De aquí se desprende lo fundamental que puede ser la coordinación de las políticas fiscal y monetaria entre los países miembros.

En el ámbito tributario, la principal coordinación que se dio desde las primeras etapas de la Comunidad Europea fue la armonización arancelaria, lo que se explica exclusivamente por el objetivo inicial de la integración comercial. Además, una de las principales exigencias de los empresarios europeos es la armonización del IVA. Aquí no sólo se trata de uniformizar las tasas vigentes en cada país miembro, sino también de aplicar regímenes

similares en términos de la aplicación de créditos fiscales (por las compras de los insumos que intervienen en los procesos productivos) y, de ser el caso, de exoneraciones tributarias.

Algo similar ocurre en el caso del impuesto a la renta, tanto a las personas naturales como a las personas jurídicas, cuyos tratamientos deben tender a igualarse entre los países miembros ante la libre movilidad de los factores productivos. Si bien en este campo se ha avanzado más que en el caso del IVA, debe continuarse para hacer desaparecer las diferencias "artificiales" en las rentabilidades relativas entre los países miembros.

Aunque no se contempla de manera explícita en el proceso de creación de la UEM la coordinación de las políticas fiscales, no cabe la menor duda de que una vez implementada la moneda única, tarde o temprano, las autoridades tendrán que establecer un calendario de armonización, o por lo menos coordinación, fiscal-tributaria.

5. Comentarios finales y algunas lecciones

La Unión Europea está a punto de entrar en la tercera y última fase de la Unión Económica y Monetaria: el establecimiento de la moneda única. Para ello, las economías de los países miembros han experimentado notorias mejoras, aunque en algunos casos no participarán desde el inicio (el 1 de enero de 1999). El caso más notorio de no calificación es Grecia y la gran duda es Italia. Por otro lado, dos de los países miembros han manifestado su desinterés de ingresar a la moneda única, al menos en sus inicios: Reino Unido y Dinamarca. El resto de países está esforzándose por cumplir con los criterios de convergencia, siendo el referido al endeudamiento público, el único criterio que parece improbable de ser cumplido por la mayoría de economías. Sin embargo, la Comisión Europea ya ha anunciado que no será tan estricta en la evaluación del mismo.

En el artículo se ha discutido la conveniencia de instaurar la moneda única, tanto desde el punto de vista económico como desde

el punto de vista político. En el primer caso, puede concluirse que no existe una razón poderosa para la moneda única, en el sentido que no queda claro que los beneficios de la misma superen a sus costos. En función a ello se desprende que el principal motivo para la creación de la moneda única se encuentra en el ámbito político, pues constituye una muestra de la gran voluntad política de integración y refuerza la credibilidad en la misma. De hecho, a pesar de que la Unión Económica y Monetaria es una propuesta extrema en un proceso de integración, no cabe la menor duda que constituye una respuesta lógica al grado de evolución del sistema monetario europeo.

Aún cuando la integración europea se ha concentrado en el ámbito monetario, también se ha discutido las cuestiones fiscales. Como se sabe, la conformación de la Unión Económica y Monetaria no involucra una coordinación fiscal, sólo supone una disciplina fiscal que se hace explícita fundamentalmente con el criterio de convergencia referido al déficit público. Sin embargo, se ha argumentado que a largo plazo, la vigencia de la moneda única llevará a niveles de coordinación cada vez más estrechos de las políticas fiscales y, en particular, de las políticas tributarias, lo que eventualmente debiera terminar en una armonización fiscal-tributaria. A pesar de que esto es reconocido por gran parte de los funcionarios y políticos de la Unión Europea, se ha preferido no manifestarlo de manera explícita para no entorpecer el proceso actual de integración monetaria, dejando su discusión y establecimiento para algún momento posterior a la implementación de la moneda única.

Un papel fundamental para la integración monetaria ha sido desempeñado por el ámbito financiero. De hecho, un paso previo importante para la implementación de la moneda única ha sido la creciente integración financiera, producto de la progresiva apertura de los mercados financieros con la libre circulación de los capitales, tanto entre los países miembros de la Unión Europea como entre éstos y el resto del mundo. Este proceso no ha sido sencillo, tal es así que algunas restriccio-

nes muy específicas han tardado mucho en ser levantadas.

La importancia de la integración financiera se encuentra también en términos de la estabilidad macroeconómica. Específicamente, la estabilidad financiera resulta crucial para garantizar la estabilidad monetaria. Así, por ejemplo, ante la ocurrencia de *shocks* externos que afecten fuertemente a los mercados financieros de la región, es importante tomar medidas financieras coordinadas que eviten un colapso monetario. Asimismo, ante la ocurrencia de *shocks* externos que afecten con diferente intensidad a los diversos países miembros, también resulta indispensable responder coordinadamente para evitar desequilibrios entre las economías y, en una etapa anterior, entre sus monedas. Al respecto, algunas políticas financieras de fácil coordinación para hacer frente a las crisis externas son el cierre de los

mercados bursátiles (como ocurre en Europa) y el establecimiento de topes máximos a las variaciones diarias en los precios de los títulos valores negociados en los mercados bursátiles (como ocurre en Perú)²¹.

Por último, independientemente de que se esté o no de acuerdo con la creación de la moneda única, la Unión Económica y Monetaria constituye un paso importante en el proceso de integración de un grupo de países. En este sentido, hay que aplaudir los esfuerzos por avanzar en los procesos de integración, aunque sólo sean comerciales, ya que constituyen una de las mejores herramientas para asegurar un entorno más estable y de paz, al menos al interior de la región que se integra. Precisamente, este es uno de los objetivos políticos de la Unión Europea y que debería servir de lección para nuestra región; y, en particular, para las relaciones de Perú con sus vecinos.

NOTAS

1. Todos los países ratificaron el tratado en una sola consulta popular, a excepción de Dinamarca, que recién lo hizo en una segunda oportunidad, luego de brindar mayor información a la ciudadanía.
2. Sin embargo, para ser consistente con la filosofía detrás del libre mercado, lo razonable en una economía con dicho sistema sería contar con un tipo de cambio libre o flexible.
3. Ver Winterberg, Jörg, *El debate sobre la Unión Económica y Monetaria Europea. Realidad y ficción*, Bruselas: Fundación Konrad Adenauer, 1996.
4. Una aplicación de este proceso es lo que se ha venido observando en la economía peruana a raíz de la crisis de los países asiáticos, donde el tipo de cambio sol-dólar se ha mantenido prácticamente invariable.
5. En los últimos años ha venido desarrollándose la cobertura del tipo de cambio sol-dólar en el mercado doméstico, aunque debido a la inexistencia de un mercado de futuros constituido, los contratos utilizados entre los bancos y los clientes interesados han sido los *forwards*.
6. Por ejemplo, la característica "a" no tiene como condición necesaria la existencia de una mone-

- da única; lo que ocurre es que para que un país de la Unión Europea participe de ella, debería cumplir con algunos requisitos que impliquen el relativo saneamiento de su economía, que tarde o temprano tendría que cumplir. Asimismo, la característica "d" puede lograrse en la práctica con la utilización de operaciones de cobertura, mediante los instrumentos derivados.
7. Un análisis más detallado de este esquema puede encontrarse en Krugman, Paul; "Policy Problems of a Monetary Union", en Paul Krugman, *Currencias and Crises*, Cambridge: The MIT Press, 1995, pp. 185-203.
 8. Esta idea se basa en la hipótesis de la "votación con los pies", desarrollada por Tiebout y otros autores. Ver Tiebout, Charles, "A Pure Theory of Local Expenditure", en *Journal of Political Economy*, vol. 64, Chicago: The University of Chicago Press, 1956, pp. 416-424.
 9. Tomado de Barro, Robert, "Europe's Road to Serfdom: A Perspective on European Union", en Barro, Robert, *Getting It Right*, Cambridge: The MIT Press, 1996, p. 33 (traducción propia).
 10. En dicha fecha se fijó una disposición excepcional que permitía la incorporación de España, Grecia, Irlanda y Portugal a la libre circulación de capitales recién a finales de 1992.

11. El sentido lógico del lado derecho de esta expresión se encuentra en el hecho que los capitales domésticos que desean invertir en activos financieros en el exterior, que reditúan una tasa i^* , deben ser convertidos inicialmente a moneda externa. Luego, una vez obtenidas las ganancias financieras, éstas deben ser calculadas en la moneda local, para compararlas con la tasa de interés ofrecida por los activos financieros locales (i). Si se tiene en cuenta que por cada unidad de capital invertido al final del período debe recuperarse dicha unidad y obtener una ganancia, la expresión correcta a utilizar es $1+i^*$, la que debe dividirse por e_0 (el tipo de cambio vigente al momento de adquirir la moneda exterior) y multiplicarse por e_1 (el tipo de cambio vigente al momento de vender la moneda exterior). El factor e_1/e_0 es precisamente $1+\hat{e}$, completándose de este modo el lado derecho de la expresión.
12. El período de análisis empieza en 1989, con la finalidad de observar el comportamiento de las tasas de interés durante el año inmediato anterior al inicio de la primera etapa de la UEM, con la hipótesis que la dispersión de dicha variable entre los países habría sido entonces más alta. Por otro lado, el fin del período es 1996 porque es el último año con que se cuenta con cifras anuales.
13. Expresados como los cocientes de las divisiones del lado izquierdo de la primera ecuación de paridad entre el lado derecho de la misma, para cada par de economías. Por lo tanto, un valor igual a la unidad indica el cumplimiento estricto de la paridad.
14. Por razones de espacio, los resultados para todo el período de estudio no se han podido presentar en este artículo.
15. La que se refiere al cobro que hace la autoridad monetaria a los bancos comerciales por los préstamos que le otorga a corto plazo.
16. En realidad, la única incógnita sobre el cumplimiento del criterio recae en Grecia.
17. Esta aceleración empezó en el último trimestre de 1996, lo que no se refleja directamente en la información presentada para dicho año al referirse ésta al promedio anual y no al fin del período.
18. Sin embargo, no debiera alarmar el caso del Reino Unido porque ha manifestado en reiteradas oportunidades que no desea participar de la moneda única, al menos en su fase inicial.
19. Esta tasa se aplica a los préstamos de corto plazo entre las instituciones financieras.
20. Evidentemente, una alternativa para no devaluar ante el aumento de la tasa de interés de corto plazo en Alemania es incrementar la tasa respectiva en Italia. Sin embargo, ello no sólo mantendría el problema de la elevada brecha de tasas entre ambos países, sino que además podría contribuir a subir el déficit público, lo que afectaría negativamente a otra de las condiciones para calificar para la moneda única.
21. En Perú también existe la posibilidad de cerrar temporalmente los mercados, aunque esta alternativa ha sido utilizada en muy contadas oportunidades. En realidad, podría considerarse redundante debido a la existencia de los límites a las variaciones de los precios.

REFERENCIAS

- Barro, Robert, "Europe's Road to Serfdom: A Perspective on European Union", en Robert Barro, *Getting It Right*, Cambridge: The MIT Press, 1996, pp. 31-35.
- Comisión de las Comunidades Europeas, *El Mercado Único en 1995. Informe de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo*, Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, 1996.
- Comisión Europea, *Una moneda para Europa. Libro verde sobre las modalidades prácticas para la introducción de la moneda única*, Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, 1995.
- Cremona, Marise, "Freedom of Movement of Financial Services", en Caiger, Andrew y Demetrius Floudas (eds.), *1996 Onwards: Lowering the Barriers Further*, John Wiley & Sons, 1996, pp. 65-80.
- Fundación Friedrich Ebert, "Mercado común y unión monetaria demandan nivelación de impuestos sobre empresas y rentas de capital", Sección de Investigación de Política Exterior, Grupo de Trabajo Integración Europea, Documento No. 4, Lima: mayo 1997.

- Gretschmann, Klaus, "La dimensión monetaria, bancaria y financiera en áreas integradas: aspectos conceptuales y cuestiones prácticas. La perspectiva europea", Ponencia preparada para el seminario "Armonización Bancaria, Liberalización Financiera y Movimientos de Capitales en el Marco de un Área Integrada", organizado por el CEFIR y el BID-INTAL, Montevideo, octubre 1997.
- Gueguen, Daniel, *Guía de la Comunidad Europea después de Maastricht*, Bosch, 2da. edición, 1995.
- Krugman, Paul, "Policy Problems of a Monetary Union", en Krugman, Paul, *Currencies and Crises*, Cambridge: The MIT Press, 1995, pp. 185-203.
- Russo, Massimo, "Policy Coordination in the European Union", mimeo preparado para el X Seminario Regional de Política Fiscal, CEPAL, Santiago de Chile, enero 1998.
- Silva, Jessica; "Europa: Caminando hacia la Moneda Única", en *Punto de Equilibrio*, No. 47, Lima: Universidad del Pacífico, febrero-marzo 1997, pp. 47-49.
- S/A, "The High Road: European Interest Rates", en *The Economist*, vol. 344, No. 8032, Nueva York: 30 de agosto-5 de septiembre de 1997, pp. 55-56.
- Tiebout, Charles, "A Pure Theory of Local Expenditure", en *Journal of Political Economy*, vol. 64, Chicago: The University of Chicago Press, 1956, pp. 416-424.
- Urrunaga, Roberto y Jessica Silva; "La integración monetaria y financiera: lecciones de la Unión Europea", Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, enero 1998, mimeo.
- van Thiel, Servaas; "The Removal of Income Tax Discrimination as a Barrier to the Free Movement of Persons in the European Union", en Caiger, Andrew y Demetrius Floudas (eds.), *1996 Onwards: Lowering the Barriers Further*, John Wiley & Sons, 1996, pp. 155-173.
- Winterberg, Jörg; *El debate sobre la Unión Económica y Monetaria Europea. Realidad y ficción*, Bruselas: Fundación Konrad Adenauer, 1996.