

LA DESUNIÓN HACE LA FUERZA: EL EURO Y LA POLÍTICA

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Pedro Schwarz Girón*

Vista la aceptación del euro por el público de las regiones continentales de Europa, no parece que puedan haber muchas dudas sobre la continuidad de la nueva moneda en el futuro. Se oirán críticas circunstanciales y adjetivas: así, el temor de los socialdemócratas de que el euro vaya acompañado de políticas financieras restrictivas del gasto social; así, las dudas de los keynesianos ante una política monetaria ortodoxa, sobre todo en épocas de recesión; así, el recelo de los monetaristas de que un tipo de interés uniforme haga difícil controlar alzas o deflaciones locales del nivel de precios en un Continente tan vario.

Pero al menos los economistas de tradición liberal clásica deberíamos sentirnos satisfechos por una innovación cuyos fines son crear una moneda sólida y libre de inflación, suprimir fronteras monetarias, facilitar transacciones y viajes en todo un continente, liberar a empresas y empresarios del riesgo de cambio, consolidar la ortodoxia presupuestaria y financiera, permitir la comparación de precios y fomentar así la competencia, todo ello en un gran mercado a punto de extenderse a nuevos países de Europa central y oriental. ¿No es la moneda única, con costes virtualmente nulos, el ápice de la libertad de movimientos financieros dentro de la eurozona? Por utilizar una metáfora no del todo engañosa, con la creación de un euro sólido, quizá nos acerquemos al ideal de que la moneda se note tan poco como el aire que respiramos, porque una autoridad cuasi invisible vigila para que nadie lo contamine. ¿Qué más puede pedir un liberal clásico?

* Sesión del día 10 de junio de 2008.

A esto se añade que, en un marco de libre circulación mundial de capitales, la creación de una moneda sólida y de amplio uso como el euro permite que los individuos puedan evitar a menudo las interferencias, bien intencionadas o no, de autoridades de toda laya. Ya de por sí la creciente perfección de los mercados financieros multiplica la autonomía personal, que se hace menos costosa par los transactores si las monedas principales son de calidad más o menos equivalente. De aquí se deducen dos conclusiones:

- Cuando las monedas a disposición de los individuos resultan aceptablemente fiables y el paso de una a otra muy sencillo, será cada vez menos importante qué moneda usamos para nuestras transacciones y contratos: lo esencial es el valor real de los intercambios y no el valor nominal en el que están expresos. Una indicación de que los individuos de hecho tratamos la moneda como un velo es lo fácilmente que hemos pasado de usar la peseta, el franco, el marco, a emplear el euro.
- Es condición poco menos que indispensable para garantizar la calidad de las monedas a nuestra disposición el que haya varias entre las que elegir. Si nuestra confianza en la moneda habitual se tambalea, debemos poder contratar y ahorrar en otra que pensamos más segura. De la mayor competencia resulta mayor protección para los usuarios de las monedas.

Pese a las continuas intervenciones de los bancos centrales en los mercados de cambios, vivimos ahora en un mundo en el que la limitada competencia entre monedas es bastante efectiva. El poder de mercado de los grandes bancos emisores es efímero, porque a corto plazo una moneda mal llevada se devalúa y a largo plazo se abandona. ¡Imagínese nuestra triste situación si hoy en día nos viéramos reducidos a utilizar sólo el dólar, vista la imprudente política seguida por las autoridades monetarias y fiscales de los EEUU!

A esa mundialización monetaria ha contribuido el nacimiento el euro, en sustitución y consolidación de otras nacionales menos seguras, por estar sometido a reglas más o menos fiables y predecibles. Esas reglas son tres: la obligación del BCE de conservar el poder de compra del euro, medido por el índice armonizado de precios al consumo; la prohibición de que el BCE dé crédito a la UE o a los Estados Miembro; y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, por el que los Estados Miembro tienen la obligación de equilibrar ingresos y gastos públicos. Esas reglas no son perfectas, pero van en la buena dirección. De ahí no se puede deducir, sin embargo, que la centralización monetaria europea tenga que ser llevada hasta el final — y menos aún que debamos crear una única moneda mundial. Incluso dentro de Europa hay lugar para la existencia de varias otras monedas, si se muestran capa-

ces de competir con el euro en calidad y tamaño, principalmente porque su concurrencia incita a que el euro no se aparte del recto camino.

Con estas palabras ya estoy apuntando mi tesis de esta mi presentación en nuestra Academia. Es una tesis liberalista, pues parte del temor de que el euro se malverse para satisfacer demandas políticas —en especial de que se piense en verlo como un instrumento de la unificación europea. Aprecio, sin duda, que ahora tengamos a nuestra disposición una nueva valuta relativamente firme y fiable, sobre todo porque es competidora de otras monedas mundiales y así defiende a consumidores, ahorradores e inversores frente a los abusos de banqueros centrales y políticos, tanto ajenos como propios. Sin embargo, no veo la necesidad de forzar la desaparición de la libra esterlina, el franco suizo o las diversas coronas. Compiten con el euro y contribuyen a la disciplina del BCE y, caso de no mantener el favor del público, acabarán convirtiéndose en meras reliquias o desapareciendo espontáneamente.

Me separo pues de quienes defienden las monedas nacionales frente al euro porque creen que la soberanía monetaria permite una política económica más acorde con las necesidades de cada país. El objetivo de un banco central bien arreglado no es contribuir a la aplicación de una política macroeconómica nacional independiente. La zona de circulación de una moneda emitida por un banco central no tiene por qué coincidir con los límites del Estado nacional. Contrariamente a lo que dice Mundell en su famosa sentencia sobre la permanencia de las monedas mundiales, una moneda para correr en los mercados no necesita “el apoyo de un Estado central fuerte”¹: lo peor que le puede pasar a una moneda fiduciaria, me dijo el prof. Roland Vaubel en una ocasión, es estar al servicio de un Estado fuerte. La total unificación de la moneda de un cártel de Estados, como es la Unión Europea, haría más difícil para los individuos y las empresas defender el valor de sus activos financieros de las excesivas intervenciones de las autoridades monetarias o políticas europeas, incluso cuando fueran bien-intencionadas.

También noto con disgusto que muchos partidarios del euro también están convencidos de la conveniencia de la soberanía monetaria, aunque en este caso a nivel europeo en vez de nacional. Como los Estados nacionales europeos les parecen demasiado pequeños para llevar adelante políticas macroeconómicas independientes en un mundo globalizado, buscan unir las monedas europeas en una sola

¹ “Varios factores han hecho grandes las monedas en el pasado. La lista incluye: el tamaño del espacio de transacciones, la estabilidad de la política monetaria, la ausencia de controles, un valor de reserva, un sentido de permanencia, tipos de interés bajos, y un Estado central fuerte.” Robert A. Mundell: *Contribution to Submissions on EMU from Leading Academics*, en HM Treasury (2003), *UK membership of the single currency. An assessment of the five economic tests*. Cmd. 5776.

para poner Europa al amparo de la influencia de los mercados mundiales. Así será posible, dicen, una globalización con rostro humano, que aplique políticas keynesianas para conseguir el crecimiento económico y el pleno empleo, sin abandonar los sistemas de protección social y contribuir a la unificación política de Europa. En mi opinión, se equivocan tanto unos como, pues la política monetaria, sea estatal, europea, americana o mundial, no sirve para poner en obra una política macroeconómica activa, de atenuación del ciclo, de creación de empleo, de fomento del crecimiento —excepto en la medida en que todos estos fines son más asequible por otros medios cuando la moneda es firme y fiable.

Si la única política macroeconómica sostenible es la del equilibrio presupuestario y la estabilidad monetaria, el dinero deja de ser un instrumento de soberanía. Mi tesis es que la soberanía económico-monetaria es una ilusión, sea a escala nacional o europea. Aciertan pues los que ven el euro como un instrumento para facilitar las decisiones financieras de los individuos y las empresas, pero no los que lo conciben como un instrumento de política económica.

Repito. Corren tras un fantasma quienes pretenden usar el euro para una política monetaria independiente, con la que contrarrestar los movimientos cíclicos, reducir las incertidumbres cambiarias de las empresas europeas, crear una amplia zona monetaria que proteja el *Welfare State* europeo de los efectos de la competencia internacional. A todos éstos me atrevo a preguntarles qué dirían si fuese cierto lo siguiente:

- Que no está al alcance de los bancos centrales una política anti-cíclica eficaz;
- que los bancos centrales no pueden contribuir al pleno empleo directa y permanentemente expandiendo la oferta monetaria o reduciendo los tipos de interés del mercado monetario, sino sólo indirectamente manteniendo una moneda firme;
- que los bancos centrales no pueden gobernar el tipo de interés real del crédito a largo plazo;
- que las autoridades no pueden manejar el tipo de cambio real;
- que el Estado de Bienestar es a la postre insostenible, cualquiera sea la zona, nacional o continental, en la que intente mantenerse:

Si fuera así, toda una familia de argumentos económicos tanto *a favor* como *en contra* del euro deja de ser pertinente. Si no es posible utilizar el dinero para contrarrestar los vaivenes del ciclo; si una moneda estable es la única manera

que tienen los emisores de dinero básico de contribuir al crecimiento económico; si ni los bancos centrales ni los gobiernos pueden manejar los tipos de interés y de cambio reales; si los sistemas de bienestar se basan en promesas de beneficios financiados al estilo de doña Baldomero Larra o AFINSA: entonces resultan falaces los argumentos de quienes quieren preservar la soberanía monetaria de su país o de Europa frente al mundo.

I. **¿IMPORTA EL DINERO?**

Aunque parezca extraño, los economistas siempre han tenido gran dificultad en integrar el dinero en sus modelos o representaciones de la economía. Si el paradigma de los economistas teóricos es el de una economía perfectamente competitiva que tiende hacia el equilibrio general, ¿para qué quieren unos transactores perfectamente informados mantener dinero en el bolsillo? Una medida de valor o estándar de comparación de precios relativos bastaría para facilitar las transacciones. Un activo líquido cual es el dinero no añade nada a la utilidad de esos transactores perfectamente informados, pues al ser capaces de casar perfectamente ingresos y pagos en el futuro, no necesitan caja. En un modelo de equilibrio general con información perfecta, el dinero no es sino un velo que puede apartarse sin pérdida de información para acceder a la economía real subyacente.

Si, por el contrario, el paradigma teórico es el de una economía con incertidumbre irreducible, entonces el dinero líquido sí que tiene utilidad. En la medida en que los transactores no conocen con seguridad sus necesidades de liquidez en el futuro, necesitan mantener una porción de sus ingresos en forma de dinero líquido. Si suponemos que la Autoridad monetaria puede ver antes que el público la amenaza de una crisis, podrá animar la actividad real emitiendo dinero en exceso de lo deseado por los particulares, lo que les incitará a gastar ese sobrante. Pero si no es verdad que las Autoridades saben más que el mercado sobre la fluctuación del ciclo, lo que no parece acorde con la realidad que estamos viviendo, entonces los individuos atesorarán ese dinero nuevo como precaución contra los malos tiempos que vienen: el resultado será un estancamiento inmediato seguido de aumentos de precios y no de producción. Estos modelos con incertidumbre e información asimétrica son, pues, los que sirven de base a la creencia de que las autoridades pueden manipular el dinero para contrarrestar las fluctuaciones de la economía real. Insisto en que sólo el supuesto de que las autoridades tengan mejor información que el público puede un aumento o disminución de la cantidad de dinero influir eficazmente en la economía real. En el caso de que el público sospeche que el Banco central pretende engañarle, toda esa financiación monetaria acabará yendo a precios y traerá inflación con estancamiento.

El dinero es un arma de dos filos

Volvamos a la teoría básica. En una economía con incertidumbre, la existencia de dinero fiduciario puede tener al menos dos usos: uno, el público lo utiliza para facilitar las transacciones y reducir la incertidumbre en los contratos a plazo; otra, el Estado lo emplea para financiar un gasto inflacionista.

Primeramente, el dinero tiene un influjo positivo en la economía facilitando las transacciones y expresando el valor de los contratos, y así ayuda a crear mayor riqueza real.

Las explicaciones de la necesidad de dinero se retrotraen por lo menos a Aristóteles. Las tres funciones del dinero señaladas por el filósofo son bien conocidas: medida del valor, medio de pago, y reserva de valor. Las tres desempeñan su papel en la superación de la economía de trueque. Adam Smith entendió todo esto muy bien cuando incluyó el dinero dentro del capital fijo de una economía; es decir que vio el dinero, cuando es fiable, como un factor de producción².

Sin embargo, este útil instrumento de comercio y crédito no se compone de las monedas, billetes, apuntes contables o datos electrónicos que percibimos con nuestros sentidos, sino de los valores permanentes simbolizados por la moneda. También supo Smith ver esto:

Con cualquier suma particular de dinero, no sólo queremos significar la cantidad de piezas de metal de las que se compone, sino incluir en su significado una oscura referencia a los bienes que se pueden conseguir a cambio. La riqueza que [esa suma] denota es igual ... al valor del dinero más que al dinero mismo. (II. ii, 17)

Así que los individuos, en la medida en que puedan, intentarán no dejarse engañar por la apariencia del dinero, sino que calcularán, intercambiarán y tratarán sobre la base del valor real que subyace a su valor nominal. La gente des-cuenta continuamente el dinero nominal que recibe o paga calculando su poder adquisitivo.

El dinero puede también tener un influjo negativo en la economía: un exceso de creación de dinero acaba haciendo subir los precios en la misma proporción, con lo que el dinero en manos del público pierde valor. La inflación es en realidad un impuesto subrepticio sobre la caja de personas y empresas.

² Smith (1776), II.ii.

Otra vez ocurre que el público descuenta el valor de su dinero en caja. En la medida en que prevé una mayor inflación, reducirá su liquidez en caja y por tanto la base de ese “impuesto inflacionista” sobre el dinero. De aquí que las autoridades monetarias tengan interés en hacer variar aleatoriamente la tasa de inflación, para que el público no pueda descontarla con facilidad: pero ello impide la correcta formación de expectativas y reduce la capacidad de crecimiento de la economía.

Para los individuos y las empresas, la operación de calcular en cada momento el valor real o poder adquisitivo del dinero no es nada sencillo. Es necesario obtener información sobre los precios de los bienes y servicios que cada uno pretende comprar o vender. La información que ofrecen los diversos modos de medir el valor del dinero (índices de precios al consumo, índices de precios industriales, deflactor del PIB, tipo de cambio respecto de una moneda mundial como el dólar o el oro) es imprecisa, pues, estrictamente hablando, cada individuo o empresa debería usar su propio índice de precios según fueran a ser sus transacciones particulares. Aparte la imprecisión de los índices, pasa tiempo antes de que la gente pueda leerlos y darse cuenta de que el banco central está emitiendo dinero en exceso o en defecto.

Otra razón por la que es posible forzar a la gente a usar dinero que diariamente pierde valor es que la emisión de dinero nominal es siempre un negocio de oligopolista. El lanzar una nueva moneda no es como abrir un restaurante. El dinero es un bien en “red”: cuanta más gente lo usa, más útil es. La gente lo usa porque los demás lo aceptan, por lo que se mostrará reacia a abandonar la moneda que usa por otra, ante el temor a que no sea aceptada generalmente. Los bancos emisores se ven así protegidos por una barrera de entrada. Por ello un emisor siempre tendrá la tentación de emitir en exceso. Si, además, las leyes de curso legal imponen el uso de la moneda nacional y establecen controles de cambio como barrera de salida para residentes cautivos, el oligopolio se transforma en un monopolio aún más sustancioso.

A pesar de todas estas barreras a la entrada y la salida, la gente aún puede protegerse con cláusulas de revaluación del dinero en el que se expresan las obligaciones y derechos de sus contratos. Si la tasa de inflación es constante año tras año, los contratantes podrán descontarla fácilmente; y, además, podrán reducir la cantidad de dinero contante que usan, pues, al no remunerar al tenedor con un interés, las monedas y billetes son la última base del impuesto inflacionista. Además, ni empresarios ni trabajadores ni productores en general caerán de continuo en la trampa de pensar que la subida de los precios nominales de los bienes y servicios que suministran se debe a que sus productos son más apreciados. Por ello no modificarán su conducta real aunque suban sus precios y la política monetaria agresiva se hará fútil.

Desgraciadamente, el emisor monopolista intentará contrarrestar estos movimientos defensivos del público sorprendiéndole para que no le sea posible calcular el verdadero valor del dinero. Emitiendo repentinamente una cantidad de dinero adicional, creará una ilusión monetaria temporal, por la que el público llegará a imaginarse una repentina explosión de prosperidad. Para que tal ilusión monetaria pueda volver a tener efecto, la explosión inflacionista deberá ir seguida de una deflación sorpresiva. Otra forma de mantener el impuesto inflacionista consiste en aumentar la tasa de inflación continuamente, pero una sobre-emisión explosiva tras otra puede desembocar en una hiper-inflación. El efecto de todo esto es un menor uso de dinero básico, un encarecimiento del crédito, y redistribuciones aleatorias de renta entre deudores y acreedores.

En resumen, el dinero importa para bien porque es un factor de producción cuando su valor es estable; e importa para mal cuando no hay quien calcule su valor por la conducta estratégica de los emisores.

El dinero es neutral a largo plazo...

Incluso si la dramática historia de mal comportamiento de los banqueros centrales que acabo de relatar resulta algo exagerada, lo esencial de ella es aplicable al comportamiento de autoridades monetarias bien intencionadas: una política monetaria activa difícilmente consigue sus objetivos. Al menos esto es lo que se deduce de la 'teoría macroeconómica inter-temporal' o 'macroeconomía de las expectativas racionales'. (*Véase el cuadro de texto adjunto*)

Imaginemos que el banco central toma medidas para sacar una economía de la recesión. ¿Serán efectivas? Si los agentes privados fueran inertes en manos de las autoridades, podrían reaccionar como perros de Pavlov al dinero más barato y más abundante, e invertir y consumir más que antes. Sin embargo, la gente no se contenta con recibir medidas de política pública como decisiones de la Divina Providencia. Ven estas medidas como momentos en un continuo, en el que circunstancias futuras y medidas políticas esperadas influyen en las situaciones presentes. Por ejemplo, podrían interpretar las medidas inflacionistas a la japonesa, como indicaciones de una grave situación económica y ahorrar aún más, en vez de consumir e invertir como quieren las autoridades.

Como señaló Milton Friedman en su crítica de las teorías de Keynes³, la inyección de liquidez sin duda traerá una expansión del ingreso nacional *monetario* (el ingreso real multiplicado por el nivel de precios), pero no será posible pre-

³ Friedman (1976).

EXPECTATIVAS RACIONALES Y MONEDA¹

Si suponemos que la gente usan toda la información del mercado conexas con sus decisiones personales y que aprenderán de sus errores, entonces podemos concluir que la política monetaria no puede concebirse como un juego en que las autoridades disponen de los agentes como peones de su estrategia.

Las medidas discrecionales de las autoridades monetarias no pueden concebirse como decisiones de una vez para siempre que no dan lugar a reacciones contraproducentes de agentes individuales. Las medidas de los bancos centrales afectarán las decisiones futuras de otros agentes porque estos agentes forman expectativas sobre el comportamiento futuro de las autoridades: estudian las decisiones presentes de las autoridades y descuentan su comportamiento futuro. Los agentes privados reaccionarán de manera diferente dependiendo de si anticiparon o no la medida recién tomada por las autoridades, y dependiendo de si creen que esta medida es transitoria o permanente.

Las 'expectativas racionales' son un concepto de equilibrio usado para modelizar economías dinámicas en las que hay auto-referencia. Tales modelos tienen que tomar en cuenta el que las expectativas conforman los valores futuros de variables utilizadas por los agentes. También deben tomar en cuenta que esos agentes conocen mejor la estructura de la economía en su sector que cualquier observador externo, aunque quizá no las conexiones de su sector con el resto de la economía. De aquí que, como propuso Muth, las predicciones hechas por el economista que utiliza el modelo no serán mejores que las predicciones hechas por los agentes dentro del modelo². Otra manera de decirlo es que ninguna autoridad externa puede saber más que el mercado.

Estos modelos, construidos sobre el supuesto de que los valores de equilibrio serán alcanzados porque la gente actúa racionalmente (en el sentido de que forman expectativas sobre el futuro que se verifican), son anti-intuitivos. Sin embargo esta teoría puede interpretarse heurísticamente de la manera que sigue. Los agentes que actúan fuera de las expectativas racionales acabarán dándose cuenta, como dice A. V. Savin, de que están cometiendo errores sistemáticos e intentarán revisar sus predicciones. "Los agentes no están en equilibrio hasta que han aprendido a formar expectativas racionales"³.

La teoría de las expectativas racionales llega a conclusiones fatales para la política monetaria activa. Esta familia de modelos dinámicos auto-referentes generan ciclos recurrentes pero no periódicos, que no se deben a percepciones erróneas fácilmente corregibles por los agentes⁴. Las autoridades no pueden amortiguar los ciclos. Esta conclusión es del mismo género que la que invalida las llamadas curvas de Phillips, ya que no pueden existir políticas inflacionistas que separen permanentemente el mercado de trabajo del paro 'natural' de equilibrio.

Sólo las reglas de política económica plenamente anticipadas y permanentes son capaces de crear un marco estable para el comportamiento racional de los individuos. La cuestión de cómo imponer este tipo de actuación predecible a las autoridades monetarias es crucial para la discusión del euro. La UE ha preferido reglas explícitas garantizadas por un tratado. Quizá sea más realista insertar o endogeneizar la moneda en el proceso del mercado con emisiones privadas.

¹ He utilizado Febrero (1998) para escribir este resumen.

² Muth (1960,1961), cita de Sargent (1987), IV, pág. 76c.

³ Savin (1987), IV, pág. 79d.

⁴ Ésta es la llamada "crítica de Lucas". Lucas (1976)

decir cuánto de esa expansión se reflejará en la actividad real y cuánto en meros incrementos de precios. Podría ocurrir que en el corto plazo la inyección de dinero haga revivir la producción real, si los agentes privados no llegaran a distinguir en un primer momento una subida inflacionista del nivel de precios de una subida de los precios de demanda de los bienes y servicios que ellos ofrecen. Mas a largo plazo no se engañarán con un fenómeno meramente monetario, pues los individuos a la postre sólo reaccionan ante incentivos reales.

Friedman mismo notó otra consecuencia de la concepción clásica de que las expectativas vacían de virtualidad la política monetaria activa y discrecional. Son los incentivos reales, no los monetarios, los que valen en fin de cuentas. Una política efectiva (o por lo menos susceptible de ser evaluada y recomendada) debe basarse en la creación de expectativas permanentes. Por tanto, deberíamos buscar la creación de regímenes de política pública basados en reglas⁴. Uno de los cultivadores destacados de la 'macroeconomía de las expectativas racionales', el Prof. Lucas, ha criticado la idea tan extendida de que las autoridades pueden influir para bien en el comportamiento de las economías con medidas discrecionales tendentes a influir en comportamientos agregados⁵.

En suma, la larga tradición de que la moneda es neutral cuando se la gobierna regladamente y que las actuaciones discrecionales y estratégicas de los banqueros centrales sólo puede influir para mal en el comportamiento económico ha sido recogida con renovada fuerza por la escuela de la 'macroeconomía intertemporal' o 'de las expectativas racionales'⁶.

... pero puede ilusionar en el corto plazo

Si Friedman propuso fijar el crecimiento del dinero base en una tasa constante, pasara lo que pasase, lo hizo porque esperaba que la economía real fuere capaz de adaptarse a los shocks externos o endógenos con rápidos cambios en los precios relativos. Si los tipos de interés reales y los precios reales de los recursos, en especial los salarios, responden a condiciones cambiantes, faltará incluso el pretexto para recurrir a la política monetaria cebar la bomba durante recesiones largas con paro prolongado.

⁴ Friedman (1959) propuso que el dinero básico siguiera un camino de crecimiento continuo paralelo al del crecimiento real de la economía.

⁵ Lucas (1980). El Prof. Paul de Grauwe, cuyo libro de texto (2000) está vertido en el molde del neo-keynesianismo, parece seguir creyendo en un banco central activista como generador de crecimiento real. En un artículo reciente, ha atribuido el extraordinario crecimiento de la economía de los EEUU a una política fiscal y monetaria expansiva. También en ese artículo del *Financial Times* criticó la 'obsesión' del BCE con la inflación: "la actividad de banquero central no se reduce a mantener la inflación por debajo del 2 por ciento". Grauwe (2004).

⁶ Lucas (1972).

En este marco de flexibilidad funcionaba el patrón oro en la Gran Bretaña del siglo XIX. Al llegar una crisis financiera los bancos centrales tomaban las medidas necesarias para que la esterlina quedase fija en el oro, una firmeza monetaria apenas aliviada por reducciones del tipo de interés; los salarios y el empleo se recortaban rápida y duramente; y apenas un año pasaba hasta que la reactivación estuviera en marcha. La única medida que Friedman ha reclamado explícitamente es la de que el banco central evite la destrucción injustificada de dinero bancario, es decir que, en caso de pánico, acuda en ayuda de bancos privados con balance saneado⁷.

Hoy las condiciones son diferentes de las del período del patrón oro. Como ha señalado Mancur Olson, Maynard Keynes y John Hicks nos han llevado a concentrar la atención en lo muy viscoso de los precios y especialmente de los salarios como culpables de los largos períodos de desempleo en el siglo XX⁸.

Después de señalar que la explicación del paro por la viscosidad de los salarios y los precios resultaba un argumento ad hoc en el modelo de Keynes, Olson incluyó en el modelo la tendencia cartelizadora de las naciones con una larga situación de estabilidad. En muchas democracias los cárteles, los sindicatos y los lobbies contribuían a hacer rígidos los salarios y muchos precios. Por lo que se refiere especialmente a los salarios, los obreros sindicalizados tenían interés en mantener sus competidores en el paro, con ayuda de la legislación de salarios mínimos y otras restricciones. En cuanto a los grandes empleadores de mano de obra, también tenían interés en mantener bajos los salarios de los no sindicalizados por medio de un amplio ejército de los parados. En una situación de rigidez como la descrita, una política monetaria activa podría paliar los efectos más graves de la falta de competencia, pero no restablecer la capacidad de crecimiento de una economía maniatada⁹.

II. ¿ES NECESARIO QUE EL DINERO CORRA EN UNA ZONA MONETARIA ÓPTIMA?

La idea de que, si una moneda corre en una zona monetaria óptima, resultará posible una política monetaria activa libre de efectos no deseados sobre la eco-

⁷ Esto también pidió John Stuart Mill: el Banco de Inglaterra habría de reaccionar ante un “*internal drain*” de la reserva de oro manteniendo el crédito a los bancos privados y no actuar automáticamente cortando el crédito como en el caso de un “*external drain*” por déficit en la balanza de pagos. Mill (1848), III, xxiv: “*Of the regulation of a convertible paper currency*”.

⁸ Olson (1982), ch. 7. “Keynes rightly pointed out that forcing a wage reduction to cure involuntary unemployment was no solution by itself: the reason for long recessions is not the level of wages but the lack of variability of relative wages over time”.

⁹ Olson (1982), ch. 7, viii.

nomía real, es otra de las formas que toma la ilusión del banquero central como *deus ex macchina*.

Zonas monetarias óptimas

El concepto de Zonas Monetarias Óptimas u *Optimal Currency Areas* (OCA) se debe a Robert Mundell, galardonado con el Premio Nobel de Economía del año 1999. Bajo esta teoría yace la idea de que el banco central de un país o de una unión monetaria puede manejar óptimamente la moneda cuando las diferentes partes de esta OCA han conseguido hacer converger su ciclo económico, su estructura industrial y su nivel de vida. Esta idea subyace algunas de las condiciones de Maastricht para el acceso al euro de los miembros de la UE. Como dijo I. McKinnon (1963), gestionar óptimamente la moneda significa en este contexto que el gobierno junto con el banco central, utilizando instrumentos fiscales y monetarios y permitiendo la libre flotación exterior de la moneda, puede conseguir tres objetivos: 1) mantener el pleno empleo; 2) mantener en equilibrio los pagos internacionales, 3) mantener estable el nivel de precios interior¹⁰.

Mundell lanzó el concepto y teoría de las OCAs en una comunicación de 1961, titulada "*A Theory of Optimum Currency Areas*"¹¹, que pasó casi inadvertida, pero que ha servido para elevar sobre ella el imponente edificio de la "Unión económica y monetaria" de la UE. En no más de nueve páginas, Mundell expuso algunas de las condiciones que luego se han presentado como necesarias para que la UME funcione sin tropiezos.

En ese papel de 1961, Mundell criticó explícitamente la idea de la libre flotación de tipos de cambio en una unión aduanera, y defendió implícitamente las uniones monetarias como acompañamiento de las uniones aduaneras. Ha mantenido esta postura firmemente hasta el día de hoy, por lo que es uno de los más claros campeones del euro. Un país o unión aduanera, dijo, no podía mantener el pleno empleo, al mismo tiempo que corregía su déficit exterior con devaluaciones, si su estructura regional era tan diversa como era la del Canadá, que tomó como ejemplo. Bajo condiciones de diversidad regional, era necesario tener, o bien un tipo de cambio distinto para cada una de las regiones, o bien conducir las varias regiones hacia la convergencia en el ciclo, en la estructura industrial, y en los niveles de vida. Esta segunda solución era la preferible, ya que permitía conseguir una unión monetaria sin causar dificultades y enfrentamientos entre las distintas regiones y sin repercusiones macroeconómicas negativas, unión monetaria que satisfaría el deseo de la gente de tener una moneda líquida y ampliamente aceptada. Casi de pasada añadió

¹⁰ McKinnon (1963), p. 717.

¹¹ Mundell (1961).

Mundell una condición adicional para que la moneda única corriera sin costes reales: una zona monetaria podría acercarse a la optimalidad cuanto más móviles entre sectores y regiones fueran sus recursos económicos. En sus propias palabras, “un ingrediente esencial de una moneda común, o una moneda única, es un alto grado de movilidad de factores”. (p. 661)

Aquí vemos el origen de dos ideas ampliamente aceptadas en Eurolandia hoy. Una es que hay que hacer todos los esfuerzos posibles para alcanzar la convergencia económica entre los diferentes países de la UE. Otra es que, la utilización del euro, en un entorno de muy escasa la movilidad de la mano de obra como es Eurolandia, empujaría a Europa a realizar la necesaria reforma de los rígidos mercados laborales y económicos del continente europeo.

Pero un óptimo *monetario* (para banqueros centrales) no es necesariamente un óptimo *económico* (para la gente corriente). Las economías nacionales están hechas de incontables individuos y empresas, cada uno con su propia estructura productiva y cada uno afectado diferentemente por la política monetaria del banco central. Ciertamente es que el crédito bancario y las Bolsas de Valores se mueven a menudo en sintonía con el ciclo económico local o mundial y afectan así colectivamente a amplios grupos, pese a las muy diversas características de cada uno. Pero estos vaivenes en simpatía son malamente controlables por los bancos centrales: primero porque los bancos centrales de cada zona la actuación del banco central no son capaces de evitar el contagio del ciclo en la economía mundializada de hoy; segundo, porque los diversos negocios y ocupaciones se enfrentan con tipos de interés reales distintos, que dependen de: su fiabilidad; de las expectativas propias y de su mercado; y los precios reales de sus recursos y de los bienes y servicios que ofrecen. Nunca habrá una política monetaria adaptada a las circunstancias de cada una de las empresas y actores de una zona. Aparte la obligación de evitar colapsos financieros innecesarios, como el de 1929-1932, los bancos centrales están para mantener el valor y la liquidez de la moneda, no para conducir la economía agregada en evitación de movimientos cíclicos reales. Si los agentes dejan de esperar que el banco central les sacará de los atolladeros en los que puedan encontrarse, se enfrentarán con más rapidez con los errores que hayan podido cometer.

Dividir el dólar

Naturalmente, será tanto más fácil que una moneda sea aceptada a lo ancho de una Zona que no es una OCA cuanto más tiempo haya corrido y más acostumbrada esté una población a su uso. Los EEUU no son una OCA, a pesar de sus extraordinarios movimientos de población y sus estabilizadores fiscales federales: las diferentes regiones se ven afectadas por ciclos distintos y desacoplados, que obran como incentivos para la adaptación a la realidad económica. Después de 90 años,

los estadounidenses aceptan las decisiones de la Reserva Federal aunque no convengan igualmente a todas las regiones, empresas e individuos. Desaparecido el efecto de *'moral hazard'* o 'riesgo inducido' de las esperanzas puestas en un banquero central acomodaticio, los agentes se ocuparán de la economía real. Como he dicho, cuál sea el dinero utilizado es indiferente mientras su valor sea suficientemente estable, sin que importe si la política monetaria de su banco emisor se acopla o no a las condiciones reales de la zona en que corre. Si no fuera así, no sería explicable que haya tantas economías dolarizadas en el mundo.

Para contribuir a esa estabilidad del valor del dinero, la competencia entre monedas resulta muy conveniente. Propongo conservar más de una moneda en Europa pero no porque ello facilite la política macroeconómica adaptándose al ciclo local. Una moneda contribuye a la estabilidad macroeconómica si el banquero central se comporta y a ello le lleva la competencia. Propongo la competencia de monedas en Europa para diversificar el riesgo de los errores o estrategias de los diversos emisores.

A quienes defendemos una competencia entre monedas en la UE se nos pregunta a menudo si desharíamos la unión monetaria de los EE.UU. La respuesta que se deduce de mis argumentos puede parecer sorprendente. Cierto que en materia de monedas, una vez que las respalda una larga tradición, no hay porqué hacer experimentos imprudentes, a menos que su inestabilidad sea catastrófica. Pero eso no me impide decir que la historia del Sistema de la Reserva Federal, sobre todo durante la crisis del 29, no abona necesariamente a favor de la unidad monetaria de aquella gran República. Durante la 'Gran contracción', como la llamaron Milton Friedman y Anna Schwartz¹², el Sistema falló estrepitosamente, para gran daño de EEUU e indirectamente de todo el mundo. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York quedó aislado en la defensa de la política monetaria correcta de tomar medidas para librar los bancos solventes de crisis de liquidez y de mantener alimentado de liquidez al sistema bancario con compras en el mercado abierto. Sin embargo, la gran mayoría de los gobernadores de los otros Bancos del Sistema se opuso a tales medidas¹³. No es descabellado sostener que el peor accidente de la historia del capitalismo podría haberse evitado si hubiera habido más de un dólar en EE.UU. en 1929-32.

Movilidad y desregulación

Hay que desear una mayor movilidad de factores en Eurolandia, no porque facilite la vida del banquero central, sino porque en sí misma contribuye al crecimiento económico. Tal movilidad de factores se verá incentivada por el hecho de que la

¹² Friedman y Schwartz (1963), ch. 7.

¹³ Friedman y Schwartz (1963), pp. 306, 311, 363-364, y la secc. 7 del cap. 7, "*Why was monetary policy so inept?*".

zona no es una OCA. De hecho, la movilidad de factores nunca podrá ser tal que haga indolora una política de tipos de interés única para toda la Zona. En sí mismas, las divergencias estructurales son un incentivo, no sólo para la movilidad y flexibilidad de la mano de obra, es decir, para la migración productiva, sino también para el comercio y para la inversión directa entre países. La convergencia estructural, si se consigue con 'fondos de convergencia' de la UE y no por la competencia y por el aprendizaje de nuevas actividades, es un freno del crecimiento de la Unión.

Cuanto más rígida una economía, mayor la necesidad de intervenciones monetarias para acortar las recesiones económicas. Pero la política monetaria no tiene efectos mágicos. Una inflación variable alivia la presión del cambio pero reduce la capacidad de crecimiento sostenido de la economía. La conclusión debería ser que los bancos centrales mantengan un régimen monetario estable y que los gobiernos echen abajo las barreras a la competencia interior y exterior.

Dos importantes mecanismos de la economía mundializada faltan en el modelo de Mundell: la creciente proporción del comercio en el PIB mundial; y el coste cada vez menor de una abundante oferta de servicios financieros. Las regiones en crisis no echarán en falta devaluaciones imposibles si sus mercados extranjeros se amplían y si pueden financiar el déficit de sus cuentas extranjeras por períodos más largos, mientras corrigen su estructura de costes.

El modelo OCA describe un segundo óptimo que está perdiendo contenido a medida que se globaliza la economía. Para funcionar bien la UE no necesita la convergencia de sus ciclos, ni la idéntica regulación de sus mercados de trabajo, ni armonización de sus impuestos. Europa más bien necesita monedas estables, desregulación, y comercio libre con el mundo entero.

Cuando la política monetaria importa

En lugar de la flexibilidad de precios, intereses y salarios, las economías de hoy se inclinan por las devaluaciones, y en faltando éstas, por las inyecciones de dinero, o los déficit fiscales.

En las economías rígidas de hoy, la ilusión monetaria a corto plazo aparece como la única manera de dulcificar las fluctuaciones económicas. El Estado del Bienestar ha hecho que los individuos seamos cada vez menos tolerantes de la incertidumbre y el cambio repentino. La previsión y la adaptación se han querido trasladar a manos públicas. Se cree que las compañías y los individuos llevarán adelante sus actividades con más facilidad si la temperatura económica se mantiene alta quemando moneda papel. Se espera que la economía pueda echar a andar de nuevo sobre un suelo más firme cuando la ilusión monetaria se haya disipado.

Sin embargo, la experiencia ha mostrado que la inflación no debe tener vía libre si se quiere que la economía se reponga después de una crisis. Es creencia general que, en nuestras sociedades tan rígidas, el banco central puede y debe saber utilizar el tipo de interés para ‘enfriar’ la economía después de haberla ‘calentado’. Pero cualquiera sea la agilidad de la autoridad monetaria, que nunca será mucha, el efecto del ‘riesgo moral’ o ‘riesgo inducido’ hace que, de hecho, la disyuntiva quede en un poco de inflación o mucha inflación, pero con el crecimiento por debajo del potencial.

III. EL LADO POLÍTICO DEL EURO

Alrededor de la cuna del euro se encontraban pues cuatro hadas benéficas: las tres reglas institucionales, que buscan crearle una reputación de solidez, y la competencia de otras monedas europeas y mundiales, que busca protegerle de tentaciones de sobre-emisión. Ahora es necesario precaverle del maléfico influjo de la política. Las dos preguntas que hay que hacerle al hada maléfica de la política son:

- ¿Qué necesidad tiene el euro del respaldo de una Unión Económica y Política Europea?
- ¿Cuánto puede contribuir la moneda única a la creación de una UE política centralizada?

¿Puede subsistir una unión monetaria sin un poder político central?

Los expertos difieren sobre si una unión monetaria tiene que estar respaldada por un Estado central fuerte, o por lo menos estar basada en algún tipo de unión política. El origen de esta confusión está en que no se ha distinguido propiamente entre lo que es una unión monetaria basada en curso legal y obligatorio de la valuta, y la circulación espontánea de una moneda internacional a lo largo y ancho del mundo. El papel del emisor de una moneda impuesta por acuerdo político dentro de una unión monetaria es muy distinto del papel del garantizador de una moneda que la gente demandará espontáneamente si les conviene tratar en ella.

En el primer caso, la experiencia muestra que hace falta algún tipo de poder político para imponer el curso legal de una moneda fiduciaria y para que dure la unión monetaria así establecida. En el segundo caso, una moneda mundial será aceptada fuera del área donde de soberanía legal del emisor, si hay alguna garantía de que su calidad vaya a durar. El euro será una moneda mundial en la medida en

que persista la garantía de que se obedecerán las dos reglas mantenimiento del valor de compra y ausencia de déficits monetizables. El euro correrá peligro en la medida en que su valor nazca de la imposición legal, en cuyo caso necesitará del respaldo de un poder político para subsistir.

La amplia circulación de una moneda es una fuente de señoreaje para el emisor. Incluso en tiempos de la moneda hecha de un metal de valor estable, el emisor de confianza podía acuñar un valor facial sobre la moneda de oro o plata algo mayor que el valor del metal contenido porque evitaba la necesidad de pesar y aquilatar su fineza.

En el período de la moneda de metal precioso, no era necesario que un Estado central fuerte respaldara el valor de las piezas. Hubo monedas emitidas en ciudades mercantiles, que circulaban mundialmente gracias a su reputación de ser fiables: así, el florín, originalmente emitido por la ciudad de Florencia, o el ducado por la de Venecia.

Monedas espontáneas frente a monedas nacionales impuestas

Hay muchos otros ejemplos de monedas utilizadas más allá de las fronteras del país emisor e incluso infinitos casos de circulación paralela de una moneda internacional con valor intrínseco y otra nacional sin más valor que el *fiat* de la Autoridad.

El reino de Castilla y sus virreinos y capitanías generales de las Indias tenían un sistema monetario de tres niveles: 1) una unidad de cuenta que no circulaba, el maravedí; 2) las monedas de oro, denominadas escudos y ducados, y las de plata denominadas reales, 3) una moneda fiduciaria llamada de vellón, originalmente aleación de plata y cobre y luego sólo de cobre. Un análisis de esta sistema permite entender por qué no es indispensable el mandato de una autoridad política para la aceptación internacional de una moneda.

El maravedí, una moneda de oro fraccionaria, dejó de circular en el siglo XV pero se mantuvo como moneda de cuenta para permitir la comparación entre las varias piezas utilizadas en el reino. Su definición en términos de metal se mantuvo sin grandes cambios. El valor y peso de las monedas de oro y plata recibió su definición básica a manos de Isabel y Fernando por la pragmática de Medina del Campo de 1497, definición que duró en lo fundamental hasta finales del siglo XVII. El doble ducado o 'doblón' se convirtió en la moneda áurea por excelencia en el mundo entero. En cuanto a la plata, fue el 'real de a ocho' el que circuló por todo el mundo, a veces con la denominación de 'dólar', tomada del '*Thaler*' de la emperatriz María

Teresa de Austria. Durante dos siglos los reyes de Castilla se retuvieron de adulterar esta moneda internacional, si no fue para adecuar las piezas al cambio del valor relativo de los dos metales; estabilidad que no sufrió de las suspensiones de pagos de la Hacienda real no menos de nueve veces de 1557 a 1662. No era el poder de la Corona el que mantuvo el valor y la circulación de esas piezas, sino la capacidad de seguir produciéndolas, gracias a la riqueza de las minas de plata sobre todo y a la disponibilidad de mercurio para beneficiarla del mineral, según un procedimiento novedoso, llamado de 'patio', aplicado por los mineros castellanos.

De hecho, los Austria (con la excepción del último de ellos, Carlos II) no se distinguieron por su ortodoxia monetaria en lo que se refiere a la propia Castilla. El poder del Estado fue utilizado para obtener el impuesto inflacionario imponiendo la moneda de vellón, en constante devaluación durante casi todo el siglo XVII, pese a dos intentos de arreglo en 1628 y 1642. El arreglo definitivo no llegó hasta 1680-85, cuando la pérdida de rango de primera potencia permitió a Castilla reducir sus gastos militares.

Esta historia muestra que la interferencia de un Estado poderoso pero impecune es lo peor que le puede pasar a una moneda; y que la confianza del público, en especial no súbdito, es la única barrera contra la tentación de emitir una moneda fiduciaria y de inflarla. Se trata, es necesario insistir, de la confianza del público no sometido a obediencia.

El destino de anteriores uniones monetarias

Cosa distinta de crear una moneda mundial es la imposición de una unión monetaria por voluntad política. El monopolio legal de emisión, con sus cuantiosos beneficios, al menos temporales, supone una tentación para los *free riders*, en especial cuando se trata de una moneda fiduciaria: buscan aprovecharse de la protección legal para adulterar aún más la moneda en su beneficio.

Cuando se trata de la mera fijación de tipos de cambio, como ocurrió en el Sistema Monetario Europeo, es muy probable que el sistema sufra continuas crisis, en especial si los varios emisores de moneda de curso legal ceden a la tentación de emitir excesiva moneda aparándose en su valor respecto de las demás. En esos casos, resulta necesaria la imposición a la fuerza de una política económica común, para que los cambios puedan seguir fijos.

Vanthoor, en su erudito libro sobre las uniones monetarias europeas, distingue dos tipos de unión monetaria en el s. XIX: la supra-regional y la intra-europea. Las superregionales en el siglo XIX fueron Suiza en 1848, Italia en 1861 y Alemania en 1871, en las que los diferentes cantones, regiones o reinos finalmente aceptaron una

moneda única después de haberse unificado políticamente. Las intra-europeas, de las cuales la más conocida es la Unión Monetaria Latina, todas fallaron por falta de unidad política¹⁴, por intentar imponer un tipo de cambio fijo entre la plata y el oro.

La UML fue creada en 1865 y duró cojeando hasta 1927. Bajo el liderazgo de Francia, se creó una moneda común con Bélgica, Suiza, Italia, y más tarde Grecia. España dio el paso de crear una peseta equivalente en fineza y peso a los francos, la lira y la dracma, pero no acabó de unirse.

La primera dificultad con la que se enfrentó la UML nos atañe: se trataba de un sistema bimetálico, en el que los cambios de valor relativo del oro y de la plata, daban lugar a atesoramiento de uno y otro metal y correspondiente sobre-emisión del otro. La segunda dificultad resultó aún menos manejable. La Unión sólo se refería a las monedas metálicas, pero no a los billetes de banco, que sólo eran de curso legal en los países donde se habían emitido. Italia fue la que comenzó a financiar gasto público con papel moneda, en concreto su guerra con Austria por el Véneto en la década de 1860. Grecia hizo lo mismo poco tiempo después. Los especuladores compraban a la moneda de plata con billetes italianos o griegos, llevaban la plata a Francia y Suiza, la cambiaban por billetes franceses y suizos, los llevaban a Italia y Grecia donde se cambiaban con premio por billetes locales, y vuelta a empezar.

La competencia monetaria fue desestabilizadora, visto que era de curso legal de la plata en toda la Unión, y de curso legal de los billetes en cada país de emisión. Cosa distinta habría sido la extensión del uso de moneda de alta calidad de origen francés, como estaba ocurriendo con el Deutschemark antes de la aparición del euro: allí la competencia, extendiendo el uso de la mejor moneda, habría resultado en un caso de los que se ha llamado 'el inverso de la ley de Gresham': el desplazamiento de las malas monedas por una buena.

Las uniones monetarias y la política

En contraste con la libre competencia de monedas, parece que las uniones monetarias no pueden durar si algunas de las haciendas nacionales se aprovechan del buen comportamiento de sus compañeras de unión para incurrir en déficits prolongados y así remediar situaciones de falta de crédito y crisis financiera: de ahí el conflicto dentro de la Unión entre los países con tradiciones monetarias ortodoxas y aquellos que quieren dinero barato para salir de dificultades. Se hace pues imperativo prohibir a los Estados miembro el incurrir en déficit presupuestarios y prohibir al emisor que preste a la Unión y los Estados.

¹⁴ Vanthoor (1996), caps. 3 and 4.

Sin embargo, de la experiencia de las uniones monetarias se deduce que las uniones monetarias intra-europeas fracasaron en el pasado por desobediencia de la regla, implícita o explícita, que prohibía comportamientos presupuestario irresponsables por parte de los Estados constituyentes, so pena de bancarrota regional (como ocurrió con Nueva York hace una decena de años).

Habrà que ver si las reglas de gobierno del BCE bastan para impedir un comportamiento semejante al que hundió la Unión Monetaria Latina. En caso contrario, la tentación de crear una sola autoridad fiscal europea puede hacerse irresistible —y podemos ver los males que una unificación fiscal meramente parcial ha traído a EE.UU.

LA DESUNIÓN HACE LA FUERZA

Las reformas institucionales tienen a menudo consecuencias inesperadas. Un ejemplo notable es el del carácter que ha adquirido a lo largo de los años el Banco Central Europeo. En efecto, si las Autoridades Fiscales se comportan irresponsablemente, la Autoridad Monetaria tiene en su mano el recurso de contrarrestar esa largueza con un encarecimiento del precio del dinero o con el racionamiento de la liquidez. Por eso ha cundido en todo el mundo la costumbre de independizar los bancos centrales respecto de las autoridades políticas.

La severidad monetaria es muy difícilmente sostenible en un Estado-nación, pues el soberano, especialmente el pueblo soberano, no dejará de ejercer la última ratio de su poder para conseguir un respiro, cuando las consecuencias de la irresponsabilidad fiscal se hagan evidentes. Pero si no hay soberano por encima del banco central, entonces es menos frágil su independencia. ¡El hecho de que, en la Unión Europea, no haya poder soberano central es una bendición para la política monetaria!

DOS VISIONES DE EUROPA

De todo esto se deduce que la discusión sobre si el euro ha de convertirse a la fuerza en la única moneda de todos los europeos o si debe permitirse algún grado de competencia monetaria en el seno de la UE tiene profundas consecuencias políticas.

De hecho, la postura de quienes celebramos la creación del euro en los países que sufrían una moneda de mala calidad, al tiempo que defendemos la competencia monetaria en el seno de la UE entre dos o tres monedas de buena repu-

tación, se corresponde con la visión de una Europa unida pero de economía abierta al mundo y libre de intervenciones enfadosas por parte de los poderes de Bruselas. En cambio, la postura de quienes pretenden una sola moneda de curso legal en toda la UE implica la progresiva centralización de poderes económicos y políticos hasta llegar a un Estado federal.

La controversia entre los partidarios de cada una de estas posturas debería ser más franca de lo que ha sido hasta el momento. No deberían emplearse por ninguna de las dos partes argumentos sin base. Por ejemplo, como se ha dicho más arriba, no es cierto que la moneda, una o varia, resulte crucial para el funcionamiento real de la economía, con la única condición de que, sea cual sea la que se use, mantenga su valor adquisitivo. Tampoco es cierto que resulte crucial gozar de soberanía monetaria para mantener el equilibrio macroeconómico, sea a nivel nacional o a nivel europeo. Sería bueno que ambas partes reconocieran cuán difícil es mantener la calidad de una moneda a lo largo de los años, por lo que debería insistirse en el respeto de un Pacto de Estabilidad más severo. También sería conveniente que se reconociera generalmente la necesidad de algún grado de competencia entre monedas, absteniéndose de proponer intervenciones en los tipos de cambio entre el dólar, el yen y el euro.

En todo caso es necesario reconocer que hay dos visiones de Europa, sostenidas por buenos europeos, y que estas visiones se reflejan en los arreglos monetarios propuestos. El mantenimiento de algunas monedas europeas, especialmente la esterlina y el franco suizo, tiene ventajas económicas, al reforzar las garantías de calidad de esas monedas y del propio euro. Mas también puede servir de base a una Europa menos centralizada, menos armonizada, más dispuesta a la competencia institucional, más abierta al libre comercio que la que proponen los defensores a ultranza del euro.

REFERENCIAS

- FEBRERO, RAMÓN (1998), "La nueva macroeconomía clásica y sus consecuencias para la formulación de la política económica", Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid, *Documento de trabajo* nº 9811.
- FRIEDMAN, MILTON (1959), *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York.
- Friedman, Milton (1976), "Nobel Lecture: Inflation and Unemployment", *Journal of Political Economy*, nr. 85, pgs. 451-72.
- FRIEDMAN, MILTON y ANNA J. SCHWARTZ (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.
- GRAUWE, PAUL DE (2000), *Economics of Monetary Union* (4ª ed.), Oxford University Press.

- (2004), “America’s Strength is the Eurozone’s Problem”, *Financial Times*, 8 enero.
- LUCAS, ROBERT E., JR. (1972), “Expectations and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory*, vol. IV, pp. 103-124.
- LUCAS (1976), “Economic Policy Evaluation: a critique”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, nº 1, pp. 19-46.
- (1980), “Rules, Discretion, and the Role of the Economic Advisor”, in S. FISHER, ed., *Rational Expectations and Economic Policy*, pp. 199-200, University of Chicago Press.
- McKINNON, RONALD I. (1963), “Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, vol. 53 (September), pp. 717-24.
- MILL, JOHN STUART (1848): *Principles of Political Economy. With Some of Their Applications to Political Philosophy*, vols. II y III de *The Collected Works of...* University of Toronto Press (1965).
- MUNDELL, ROBERT A. (1961), “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, vol. 51 (September), pp. 657-665.
- (2003): *Contribution to Submissions on EMU from Leading Academics*, en HM Treasury, *UK membership of the single currency. An assessment of the five economic tests*. Cmd. 5776.
- MUTH J.F. (1961), “Rational Expectations and the Theory of Price Movements”, *Econometrica*, vol. 29, nº 3, pp. 315-335.
- OLSON, MANCUR (1982), *The Rise and Decline of Nation: Economic growth, stagflation and social rigidities*, Yale University Press, New Haven.
- SARGENT, THOMAS J. (1987), “Rational Expectations”, in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, John Eatwell, Murray Milgate, and Peter Newman, eds., Macmillan, Londres.
- SAVIN, N.E. (1987), “Rational Expectations: econometric implications”, in *THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS*, John Eatwell, Murray Milgate, and Peter Newman, eds., Macmillan, Londres.
- SKIDELSKY, LORD (2003), “The Politics of Euro Economics”, *Financial Times*, 23 enero.
- SMITH, ADAM (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, republished in the *Glasgow Edition of the Works and Correspondence of Adam Smith*, Clarendon Press, Oxford (1976).
- VANTHOOR, WIM F.V. (1996), *European Monetary Union Since 1848. A Political and Historical Analysis*, Edward Elgar, Cheltenham.