1. Áreas monetarias óptimas: la integración como coste

La sección parte de los antecedentes de la teoría de las áreas monetarias óptimas, mide en su formulación inicial el coste de renunciar al tipo de cambio y deriva de ahí los criterios que permiten reducirlo.

1.1. Antecedentes

Debate sobre regímenes cambiarios: en los años cincuenta, Friedman (1953) y Meade defendían que los tipos flexibles absorben las perturbaciones exteriores sin deflación ni desempleo, y sus rivales subrayaban la disciplina antiinflacionista y la menor incertidumbre de los fijos. Ambos bandos suponían, sin examinarlo, que el ámbito de una moneda coincide con la frontera nacional.

Mundell (1961) llena un vacío, porque había precedentes prácticos de unión monetaria, pero ninguna teoría sobre el tamaño óptimo de un espacio monetario. Invierte para ello la pregunta: no qué régimen conviene a un país, sino sobre qué territorio conviene que circule una moneda única, con independencia de las fronteras políticas. Si las perturbaciones separan el este del oeste de Norteamérica antes que a Canadá de Estados Unidos, la frontera nacional es el lugar equivocado para el límite monetario, y ni los tipos fijos ni los flexibles resolverían el problema de ajuste.

1.2. El coste de renunciar al tipo de cambio

Idea: para el Mundell de los sesenta, la integración monetaria tiene un **coste de estabilización**, porque cada miembro pierde su tipo de cambio y su política monetaria. El óptimo equilibra dos fuerzas: la moneda única priva de esos instrumentos ante perturbaciones asimétricas, pero fragmentar el espacio monetario elevaría los costes de transacción y erosionaría las funciones del dinero como unidad de cuenta y medio de pago.

Definición: un **área monetaria óptima** es una entidad con varias regiones y moneda única que permite aproximarse a la vez al equilibrio interno (pleno empleo y estabilidad de precios) y al externo (posición sostenible de la balanza de pagos). Es óptima la que hace mínimo el coste de estabilización, neto de lo que gana en eficiencia. La magnitud de ese coste depende de la capacidad de respuesta que tendrían el tipo de cambio y la política monetaria propia ante *shocks* reales asimétricos.

1.2.1. Escenario base: OA-DA en economía abierta

Desarrollo gráfico: siguiendo el ejemplo clásico de De Grauwe, en el plano renta-precios de Francia y Alemania:

- *Demanda agregada*: es decreciente, porque unos precios más altos reducen la oferta real de dinero y elevan el tipo de interés, lo que contrae la inversión, y aprecian el tipo de cambio real, lo que deteriora la balanza comercial.
- *Oferta a corto plazo*: es creciente, porque con el salario nominal fijado en los contratos una subida de precios abarata el trabajo.
- *Oferta a largo plazo*: es más inclinada, porque el salario real apenas varía, pero no vertical, porque los salarios se negocian según el IPC, que sube menos que el deflactor.

Cada país parte de un equilibrio en el punto 0, con la balanza comercial equilibrada.

***Shock* asimétrico**: un cambio de preferencias hacia los productos alemanes provoca en cada economía un doble desequilibrio.

- *Francia*: la demanda se desplaza a la izquierda, de 0 a 0′. Caen la producción y los precios, aumenta el paro y las menores exportaciones netas abren un déficit comercial.
- *Alemania*: la demanda se desplaza a la derecha. Suben la producción y los precios, con presiones inflacionistas, y aparece un superávit comercial.

Ante un *shock* simétrico, que afectase a ambas economías en el mismo sentido y con la misma intensidad, la autoridad común respondería para el conjunto y no habría coste, porque el problema lo crea la **asimetría**.

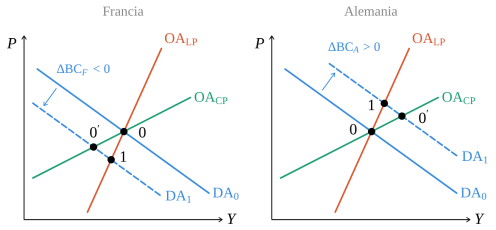
1.2.2. Ajuste sin unión monetaria

Tipos flexibles: el ajuste es automático: la menor demanda de bienes franceses deprecia su moneda, abarata sus exportaciones y corrige ambos desequilibrios. La política monetaria lo refuerza, no lo sustituye: expansiva en Francia y contractiva en Alemania, que aprecia el marco. La demanda francesa vuelve a la derecha y la alemana a la izquierda.

Tipos fijos: el ajuste exige decisiones discrecionales. Francia puede devaluar, aunque en un sistema negociado necesita el acuerdo de los demás, y Alemania, como país ancla, aplicar una política contractiva. Por el trilema, en un sistema asimétrico son los periféricos quienes renuncian a la autonomía e importan la política del ancla. En ambos regímenes, sin unión, los países estabilizan el ciclo.

1.2.3. Ajuste con unión monetaria

Con moneda común, ningún país puede usar la política cambiaria ni la monetaria (el coste que señalaba Mundell). El ajuste recae sobre precios y salarios, y cada economía pasa de 0 a 1, sobre la oferta a largo plazo, con precios más bajos en Francia y más altos en Alemania.



Shock asimétrico en una unión monetaria: sin tipo de cambio propio, el ajuste recae sobre precios y salarios.

El modelo supone rigidez nominal, para que el tipo nominal mueva el real, y la condición de Marshall-Lerner. Si los salarios se ajustasen deprisa, la devaluación se erosionaría, de modo que el modelo da una **estimación de máximos** del coste, cuestión que el propio Mundell revisará en 1973.

1.3. Determinantes de la optimalidad

Diversos autores proponen criterios que reducen el coste de la integración. Los siete proceden de los años sesenta y setenta, y cada uno se contrasta con la experiencia de la zona del euro.

1.3.1. Mercado laboral (Mundell, 1961)

Idea: si el mercado de trabajo tiene flexibilidad de precios y salarios o movilidad del factor trabajo, el ajuste es automático. Mundell se refiere a la movilidad del trabajo, no a la del capital, que financia el desequilibrio pero no lo corrige.

Razonamiento: en el ejemplo, cada condición corrige el doble desequilibrio por una vía distinta.

- *Flexibilidad de precios y salarios*: sustituye la depreciación nominal por la **depreciación real**, es decir, el ajuste se hace vía precios de los bienes y no de las monedas. En Francia, el paro hace bajar el salario, la oferta y el empleo aumentan y los precios bajan. El tipo real se deprecia, las exportaciones netas suben y se reequilibra el déficit. En Alemania ocurre lo contrario: suben salarios y precios, el tipo real se aprecia y desaparece el superávit, a costa de más inflación.
- *Movilidad del trabajo*: los parados franceses emigran a Alemania, baja el paro en Francia y cae su absorción con la producción constante, lo que reduce su déficit. En Alemania, los migrantes cubren vacantes y contienen salarios y precios, pero consumen allí, con un efecto ambiguo sobre el superávit.

En suma, flexibilidad y movilidad reducen el paro y el déficit del país perjudicado. En el beneficiado, la flexibilidad corrige el superávit a costa de más inflación y la movilidad tiene un efecto ambiguo.

Extensiones:

- *Diferencias institucionales* (Calmfors y Driffill, 1988): la relación entre centralización de la negociación colectiva y resultados salariales tiene forma de joroba, de modo que un mismo *shock* de oferta afecta de forma distinta a la inflación de cada país.
- *Ajuste regional*: ante *shocks* regionales, en Estados Unidos ajusta sobre todo la migración y en Europa, la tasa de actividad (Blanchard y Katz, 1992; Decressin y Fatás, 1995).
- *Zona del euro*: numerosos países, sobre todo del sur, tienen pendiente flexibilizar su mercado laboral, como pidió el BCE a España en su carta de agosto de 2011, y las barreras culturales y lingüísticas limitan la movilidad.

Conclusiones: identifica mecanismos que corrigen el desequilibrio, y no solo lo financian, y el criterio es endógeno a las instituciones, porque la flexibilidad salarial es un objetivo de política económica, como muestra la condicionalidad de la crisis de deuda. Pero es el más exigente, el que la zona del euro cumple con más dificultad, y su efecto sobre el país beneficiado es ambiguo.

1.3.2. Integración fiscal (Kenen, 1969; MacDougall, 1977)

Idea: para Peter Kenen, la integración fiscal es condición necesaria de una unión viable. Un presupuesto común redistribuye automáticamente recursos hacia los miembros afectados por un *shock* asimétrico, como un **seguro mutuo** que convierte un riesgo idiosincrásico en compartido.

Razonamiento: en el ejemplo, el *shock* asimétrico eleva la recaudación en Alemania y la reduce en Francia a través de los estabilizadores automáticos. Con integración fiscal, la mayor recaudación alemana se transferiría a Francia con menos impuestos y más prestaciones por desempleo, sin decisiones *ad hoc*. Sin ella, si el déficit que los estabilizadores abren en Francia suscita dudas de solvencia, la subida de los tipos de su deuda amplifica el *shock* en lugar de amortiguarlo.

Extensiones:

- *Cuantificación*: el Informe MacDougall (1977) estimó que bastaría un presupuesto común del 5 al 7 % del PIB comunitario, frente al 20-25 % de las federaciones, y concluyó que la Comunidad no podía sostener

entonces una moneda única.
- *Estados Unidos*: Sala-i-Martin y Sachs (1992) estiman que el presupuesto federal absorbe una fracción significativa de las perturbaciones de los estados, revisada a la baja hasta el 13 % por Asdrubali, Sørensen y Yosha (1996).
- *Zona del euro*: no se cumple: el presupuesto de la Unión queda muy lejos del 5-7 % que pedía MacDougall, y el refuerzo de NextGenerationEU es temporal y no tiene la naturaleza de un presupuesto federal permanente.

Conclusiones: es un seguro automático y cuantificable, pero su ausencia es la más visible en el diseño del euro, con reglas de disciplina nacional en lugar de seguro mutuo. El ajuste recae en el presupuesto del país afectado cuando se deteriora su capacidad de endeudarse, lo que introduce un **sesgo procíclico**.

1.3.3. Integración comercial (McKinnon, 1963)

Idea: para Ronald McKinnon, el criterio es el **grado de apertura**, la proporción de comerciables sobre no comerciables, aproximada por $(X + M)/Y$. Cuanto mayor es la integración comercial, menos cuesta renunciar al tipo de cambio, y no porque haya un sustituto, sino porque el instrumento tenía escasa eficacia.

Razonamiento: la devaluación pierde eficacia por su efecto inflacionario. En una economía abierta, encarece los bienes intermedios importados y eleva el precio en moneda nacional de los comerciables, que pasa al IPC y a los salarios. Cuanto mayor es su peso, más inflación genera y antes se desvanece la ganancia de competitividad.

El esfuerzo fiscal también disminuye con la apertura. Ante un déficit, un recorte del gasto contrae la renta según el multiplicador, que depende de la propensión marginal a consumir, c, y la menor renta reduce las importaciones según la propensión marginal a importar, m:

$$\Delta Y = \frac{1}{1-c+m}\Delta G$$
$$\Delta \text{BC} = -m\Delta Y = \frac{-m}{1-c+m}\Delta G$$

Las economías más abiertas suelen tener una m más alta, y cuanto mayor es, más mejora el saldo por cada euro de recorte y menos necesaria es la política monetaria.

Desarrollo gráfico: en el plano grado de apertura-costes y beneficios en porcentaje del PIB, los costes de renunciar al tipo de cambio decrecen con la apertura, $(X + M)/Y$, y los beneficios de la moneda única, como la reducción de los costes de transacción, crecen con ella. Su corte fija un grado de apertura crítico, T^*, a partir del cual la unión monetaria compensa.

Conclusiones: la zona del euro cumple este criterio con holgura, porque una parte muy sustancial de su comercio es intracomunitario, y la apertura se mide con facilidad. Pero Paul Krugman (1993) advierte que la integración impulsada por economías de escala concentra geográficamente la industria y eleva la probabilidad de *shocks* asimétricos: reduce el coste del ajuste, pero lo hace más frecuente, con un efecto neto ambiguo.

1.3.4. Inflación (Balassa-Samuelson, 1964; Magnifico, 1971)

Idea: Balassa y Samuelson (1964), Haberler (1970), Fleming (1971) y Magnifico (1971) destacan que, cuanto menores son los diferenciales de inflación, más estable es el tipo real y menores los desequilibrios externos.

Razonamiento: según el efecto Balassa-Samuelson, si la productividad crece más deprisa en el sector comerciable, sus salarios suben sin que lo hagan sus precios, fijados en el mercado mundial. La movilidad intersectorial del trabajo traslada esa subida al sector no comerciable, cuyos precios aumentan. Por eso el país con más crecimiento relativo de la productividad en el sector expuesto tiene un diferencial de inflación estructural y una apreciación real sin pérdida de competitividad.

Extensiones: según Magnifico (1971), cada país tiene una **propensión nacional a la inflación**, fruto de sus instituciones laborales, de su estructura productiva y de sus preferencias entre inflación y desempleo. La unión impone una misma inflación y los miembros alejados de la media pierden bienestar aun sin perturbaciones. El coste no procede del ajuste ante *shocks*, sino de la propia uniformidad del resultado.

Conclusiones: en la zona del euro se cumple parcialmente. Los diferenciales cayeron tras la crisis financiera, pero repuntaron en 2021-2023, con inflaciones en 2022 de cerca del 6 % en Francia o Malta y casi del 20 % en Estonia. La convergencia reduce el coste de ajuste, pero eleva el coste en el sentido de Magnifico, porque los miembros no pueden situarse en distintos puntos de la curva de Phillips. Además, un diferencial puede ser de equilibrio y no síntoma de pérdida de competitividad.

1.3.5. Sincronización de ciclos (Kenen, 1969)

Idea: una economía diversificada depende menos del tipo de cambio, porque las perturbaciones de cada sector tienden a compensarse entre sí y rara vez dan un *shock* agregado asimétrico. Con ciclos sincronizados, una política monetaria de talla única cuesta menos.

Razonamiento: la sincronía exige economías diversificadas, concentradas en el mismo sector o especializadas en sectores cíclicamente correlacionados, como el turismo y el vino. La desincronizan una política fiscal descentralizada sin coordinación, que puede provocar *shocks* asimétricos, y la heterogeneidad de las instituciones, que ante un mismo *shock* activa fases expansivas en unos países y recesivas en otros.

Conclusiones: se cumple parcialmente: hay una similitud relativa, aunque algunos países del sur dependen en exceso de sectores como el turismo. La asimetría relevante no es la de los países, sino la de los sectores, pero el criterio es el más ambiguo, porque admite tres configuraciones contradictorias entre sí, y es difícil de contrastar.

1.3.6. Integración financiera (Ingram, 1973)

Idea: para Ingram, cuanto mayor es la integración financiera, menor es el coste de renunciar a la política monetaria.

Razonamiento: los *shocks* sobre la cuenta corriente se financian con entradas de capital, sin ajustar el tipo de cambio. En el ejemplo, el ahorro alemán financiaría el déficit francés mientras dura la perturbación.

Extensiones: la integración exige, además, cierta homogeneidad de las estructuras financieras. Ante una misma subida de tipos, los mercados hipotecarios reaccionan según predominen los préstamos a tipo fijo o variable, y el predominio de la banca o de los mercados decide si el impulso se transmite por el crédito, con riesgo de racionamiento, o por el efecto riqueza.

Conclusiones: se cumple con matices, y la Unión Bancaria y la Unión de Ahorros e Inversiones la han impulsado, para diversificar la financiación y reducir la dependencia bancaria. Pero la integración previa a 2008 fue bancaria y a corto plazo, y amplificó el *shock* con paradas súbitas y el círculo vicioso entre bancos y soberanos. Por eso se distingue la integración por deuda, que financia pero no comparte el riesgo, de la integración por capital, la única que estabiliza.

1.3.7. Diferenciales de crecimiento (Magnifico, 1971)

Idea: con menores diferenciales de crecimiento, menores desequilibrios externos.

Razonamiento: si A crece más que B con igual elasticidad-renta de las importaciones, su cuenta corriente empeora progresivamente.

Extensiones: el argumento descansa en supuestos restrictivos:
- Las propensiones marginales a importar y los volúmenes de importación pueden diferir entre países.
- Los países que más crecen desarrollan productos más diferenciados y elevan la elasticidad-renta de sus exportaciones (Krugman, 1989), en línea con la ley de Thirlwall: el problema no es el diferencial, sino la especialización que lo sustenta.

Conclusiones: la zona del euro no lo cumple, porque sus diferenciales de crecimiento han superado a los de Estados Unidos, sobre todo en 2010-2014. Su efecto es acumulativo, porque sin tipo de cambio el desequilibrio solo se corrige con devaluación interna o se sostiene con financiación exterior, como entre 1999 y 2010.

En suma, la exigencia de los criterios dio lugar a una visión pesimista de la integración. Los criterios no son independientes ni conmensurables. Unos sustituyen al tipo de cambio (movilidad del trabajo, integración fiscal y financiera), otros reducen su valor (apertura comercial) y otros, la probabilidad de *shocks* asimétricos (diversificación, convergencia de inflación y de crecimiento). La teoría no ofrece, por tanto, un umbral para dictaminar si un área es óptima, sino una lista de condiciones de cumplimiento siempre parcial, y es estática, algo que la literatura posterior corregirá al mostrar que varios criterios son endógenos a la unión.

Difícilmente es la zona del euro un área monetaria óptima, porque incumple dos de los requisitos de mayor peso, la flexibilidad laboral y la integración fiscal, además de la movilidad del trabajo y el crecimiento. Cumple con holgura el comercial y, con matices, el financiero y el de inflación. Por eso ha funcionado ante *shocks* simétricos y ha sufrido, ante el primero marcadamente asimétrico, una crisis que llegó a poner en duda su continuidad.

2. Desarrollos posteriores: los beneficios

Los costes son sobre todo macroeconómicos, pero los beneficios son macroeconómicos, microeconómicos y geopolíticos.

2.1. Beneficios macroeconómicos

La revisión de la teoría empezó por su propio fundador, y a ella se suman la credibilidad, que nace de la inconsistencia dinámica, y la endogeneidad de los criterios.

2.1.1. Visión optimista de Mundell (1973)

Idea: Mundell sostiene que el tipo de cambio estabiliza peor de lo que se suponía, por lo que renunciar a él cuesta menos, y que la moneda común aporta beneficios propios.

Razonamiento: Mundell añade dos beneficios, un **aseguramiento privado**, porque los flujos de capital entre miembros permiten responder a los *shocks* asimétricos, y la reducción de la volatilidad, porque con información imperfecta el tipo de cambio es más una fuente de *shocks*

que un estabilizador, ya que a menudo lo guían factores psicológicos que no siempre responden a los fundamentos.

Conclusiones: desplaza el debate de los costes a los beneficios. Pero el endeudamiento solo asegura ante *shocks* temporales, porque ante uno permanente pospone y encarece un ajuste inevitable, y desaparece si los mercados desconfían, como mostró la crisis de deuda. Además, los *shocks* profundos y persistentes se gestionan mejor fuera de la unión.

2.1.2. Inconsistencia dinámica (Barro y Gordon, 1983a)

Idea: hay **inconsistencia dinámica** (Kydland y Prescott, 1977) cuando una política óptima *ex ante* deja de serlo *ex post*. Los agentes lo anticipan y el compromiso no es creíble. Delegar la política monetaria en una autoridad común independiente y creíble lo resuelve, y la ganancia es de credibilidad.

Supuestos: juego estático con autoridad discrecional, expectativas racionales, $\pi_t^e = \mathbb{E}_{t-1}[\pi_t]$, curva de Phillips ampliada, con disyuntiva solo a corto plazo, y autoridades miopes. El objetivo de paro es inferior a la tasa natural, $u^T < \bar{u}$, lo que origina el sesgo inflacionista. Si coincidiesen, el compromiso antiinflacionista sería creíble.

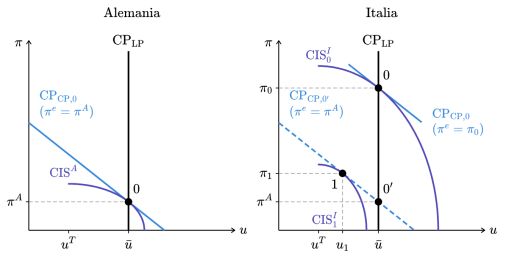
Planteamiento: el Gobierno elige la inflación que minimiza la pérdida social, dadas la curva de Phillips y las expectativas:

$$\min_{\pi} L = a(u-u^T)^2+b(\pi-\pi^T)^2 \quad \text{s.a.: curva de Phillips ampliada, dada } \pi^e$$

El programa se resuelve en tres escenarios.

- *Economía cerrada*: la autoridad que anuncia $\pi = \pi^T$ tiene incentivos a una inflación sorpresa que reduzca el paro transitoriamente. Los agentes lo anticipan y el equilibrio discrecional de Nash, la tangencia entre la curva de indiferencia social y la curva de Phillips a corto, tiene el paro natural con una inflación superior a π^T. El sesgo es mayor cuanto más blando sea el Gobierno (*wet*, a elevado) frente al duro (*hard-nosed*, b elevado). La discrecionalidad no da menos paro, sino más inflación.
- *Dos países sin unión*: Italia, con Gobierno blando, parte de una inflación alta, y Alemania, con el Bundesbank, de una baja, con el mismo paro. Fijar el tipo de cambio iguala, por la PPA relativa, la inflación italiana a la alemana.
- *Unión monetaria*: con una autoridad común que siga los principios del Bundesbank, desaparece la moneda nacional y, con ella, la devaluación por sorpresa.

Desarrollo gráfico: en el plano desempleo-inflación, la curva de Phillips a largo plazo es vertical en $\bar{u}$, y las de corto plazo, decrecientes, la cortan donde $\pi = \pi^e$. Las curvas de indiferencia social son elipses centradas en (u^T, π^T), alargadas verticalmente en Italia y aplanadas en Alemania, porque cada Gobierno cede menos en el objetivo que más pesa en su pérdida.



Barro-Gordon en dos países: la unión monetaria permite a Italia importar la credibilidad alemana.

Estática comparativa: si Italia fija su tipo de cambio al marco, importa la inflación alemana (de 0 a 0), pero tiene incentivos a devaluar por sorpresa (de 0 a 1). Como la regla es reversible, los agentes lo anticipan y se queda en 0. Con unión monetaria, el paso de 0 a 1 deja de estar disponible y el equilibrio 0 es sostenible.

Bienestar: Italia mantiene su paro con menos inflación y menor prima de riesgo, porque se ha **atado las manos** (Giavazzi y Pagano, 1988). El compromiso es creíble no porque el Gobierno italiano se haya vuelto más disciplinado, sino porque ha perdido el instrumento con el que podía incumplirlo.

Conclusiones: el beneficio procede de la credibilidad, no del ajuste, y explica el diseño del euro. El mandato de estabilidad de precios y la independencia del BCE impiden que la unión diluya la credibilidad de quien ya la tenía. Con una autoridad paritaria, la inflación sería menor que la italiana inicial, pero mayor que la alemana. Pero la unión no es imprescindible, porque bastaría un banquero central conservador (Rogoff, 1985) o la reputación en un juego repetido, y su sesgo inflacionista encaja bien con los setenta y mucho peor con las décadas posteriores, en que muchos bancos centrales han incumplido su objetivo por defecto.

2.1.3. Endogeneidad (Frankel y Rose, 1998)

Idea: tras *One Market, One Money* (Comisión Europea, 1990), Frankel y Rose sostienen que los criterios no son un dato previo, sino un resultado de la integración: un área puede no ser óptima *ex ante* y serlo *ex post*. La moneda común intensifica el comercio, sobre todo intraindustrial, y con él la **correlación de los ciclos**, lo que convierte los *shocks* en simétricos, porque, cuando los países intercambian variedades de un mismo producto, una perturbación sectorial los afecta a todos a la vez. Para un panel de países industrializados, Frankel y Rose hallan una relación positiva y significativa entre intensidad comercial y correlación cíclica. Se invierte así la carga de la prueba, y el incumplimiento inicial deja de ser decisivo contra la adhesión, argumento que se esgrimió antes de la tercera fase de la UEM.

Conclusiones: es el único beneficio dinámico y explica que la correlación cíclica en la zona del euro haya aumentado. Pero depende del efecto del euro sobre el comercio, revisado a la baja desde Rose (2000) hasta resultar modesto, y choca con la especialización de Krugman, de modo que el signo del efecto es una cuestión empírica. La **visión americana** (Friedman, 1997; Feldstein, 1997) temía, además, que sin unión política, movilidad del trabajo ni integración fiscal una moneda única entre economías heterogéneas convirtiera los *shocks* asimétricos en conflictos políticos.

2.2. Beneficios microeconómicos

Costes de transacción: la moneda única elimina el coste de cambiar de moneda, entre el 0,25 y el 0,5 % del PIB comunitario según la Comisión. Los mercados se fragmentan menos y se facilita la ley del precio único. Es, en primera instancia, una transferencia del sistema financiero, y el beneficio social llega cuando esos recursos se reasignan. Este beneficio es el más seguro y permanente, pero el menor, y pesa más en economías pequeñas y abiertas.

Transparencia e información asimétrica: la moneda común facilita comparar precios y aumenta la competencia, lo que reduce las ineficiencias de la discriminación de precios. No mejora la información, pero rebaja los tipos de interés, porque desaparecen la prima de riesgo de cambio y la expectativa de devaluación. Según Stiglitz y Weiss, unos tipos más bajos mitigan la selección adversa, porque los prestatarios más seguros no se retiran del mercado, y el riesgo moral, porque los ya financiados no se ven empujados a proyectos más arriesgados. Pero la convergencia de tipos fue excesiva. La desaparición de las primas entre 1999 y 2007 alimentó auges en la periferia, cuya reversión desde 2010 convirtió el beneficio en coste.

Efectos procompetitivos: la transparencia y la desaparición del riesgo de cambio facilitan el arbitraje entre mercados, con menores márgenes, más diferenciación e innovación y menos ineficiencia-X, aunque se deben más al mercado único y exigen eliminar barreras, sobre todo en servicios.

2.3. Beneficios geopolíticos

Respaldada por un área amplia y por mercados de deuda profundos, la moneda común puede ser **moneda de reserva**, con señoraje internacional y financiación exterior en moneda propia, dar **autonomía estratégica** frente a sistemas de pago controlados por terceros y usados en las sanciones, y **peso negociador** en las instituciones internacionales, sobre todo para las economías pequeñas. Estos beneficios son, sin embargo, potenciales. El euro es la segunda divisa, muy por detrás del dólar, por la falta de un activo seguro común comparable a la deuda del Tesoro estadounidense. Por eso la deuda común no es solo un asunto de estabilización interna, sino también una condición del papel internacional de la moneda.

En suma, los beneficios macroeconómicos reducen el coste del tipo de cambio, importan credibilidad y añaden endogeneidad; los microeconómicos son seguros pero pequeños, y los geopolíticos, potenciales mientras falte un activo seguro común.

3. Construcción de una unión monetaria: retos y soluciones

Una **unión completa** tiene unión fiscal, con presupuesto común y deuda común. En una **incompleta**, los miembros hacen su política fiscal y emiten deuda en una moneda que no controlan. Quien emite en su propia moneda puede monetizarla, y un problema de liquidez no se vuelve de solvencia. En la unión incompleta, una retirada súbita de los inversores puede llevar al impago a un Estado solvente. Por eso el Reino Unido y España, con deudas comparables en 2011, se financiaban en condiciones muy distintas.

3.1. Equilibrios múltiples (De Grauwe, 2011)

Idea: Paul De Grauwe aplica a la unión incompleta la lógica de las crisis autocumplidas y muestra su fragilidad con un modelo de equilibrios múltiples.

Supuestos: una unión con un banco central, varios Gobiernos con presupuestos propios e información privada sobre su situación fiscal, e inversores privados. La deuda se emite en una moneda que los Gobiernos no controlan.

Planteamiento: un miembro sufre un *shock* asimétrico, de solvencia o de competitividad, y su Gobierno, que descarta la consolidación fiscal por sus costes políticos y sociales, decide si impaga. La secuencia tiene dos etapas.

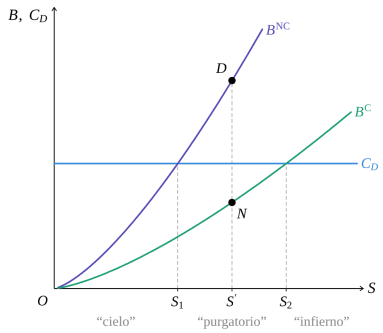
1. *Inversores*: compran o no deuda antes de que decida el Gobierno, formando expectativas sobre el impago. Conocen su función de pérdida y anticipan cómo responderá.
2. *Gobierno*: dadas esas expectativas, compara los costes y los beneficios del impago, que dependen de los desequilibrios que comprometen la estabilidad.

Desarrollo gráfico: en el plano intensidad del *shock*-costes y beneficios:

- El **coste del impago**, C_D, por reputación y exclusión de los mercados, es fijo: una recta horizontal.
- El **beneficio**, B, ahorrar servicio de la deuda y austeridad, crece con el *shock*, y es mayor cuanto mayor es la deuda inicial, menor la confianza y menos eficiente el sistema tributario.
- Sin confianza, los inversores venden, encarecen la financiación y elevan el beneficio del impago: B^{NC} está por encima de B^{C}.

Equilibrios: dependen de la intensidad del *shock*, S, relativa a la fragilidad de la economía.

- *Shocks bajos*, $S < S_1$: incluso B^{NC} queda por debajo de C_D, y el coste supera al beneficio con cualquier expectativa (el "cielo en la tierra"), como en Alemania o los Países Bajos en 2010-2014.
- *Shocks altos*, $S > S_2$: incluso B^{C} supera a C_D y el impago es inevitable (el "infierno en la tierra"), con ventas masivas y crisis de liquidez.
- *Shocks medios*, $S_1 < S < S_2$: B^{C} queda por debajo del coste y B^{NC} por encima (el "purgatorio"), con **equilibrios múltiples**: sin impago (N) si los inversores confían y con impago (D) si no. Son **profecías autocumplidas**, en manos del sentimiento del mercado, como en España e Italia en 2010-2014.



Unión monetaria incompleta: entre S_1 y S_2 hay un equilibrio bueno (N) y otro malo (D).

Ambos equilibrios son coherentes con la función de pérdida del Gobierno, que los inversores conocen, y basta un pequeño cambio de sentimiento para pasar de uno a otro. La unión incompleta depende así de las expectativas privadas y es frágil sin unión fiscal o al menos sin una coordinación fiscal adecuada. La fragilidad no viene del nivel de deuda, sino de la falta de un prestamista de última instancia en el mercado de deuda soberana, que convierte un problema de liquidez en uno de solvencia.

Estática comparativa: una **cláusula de expulsión** eleva C_D y desplaza a la derecha la zona de indeterminación, de modo que hacen falta mayores deterioros de la solvencia para desencadenar la profecía.

Conclusiones: muestra que la fragilidad es estructural, no culpa de un Gobierno. Pero descarta la consolidación fiscal, supone fijo el coste del impago, que depende de la exposición de la banca a la deuda, y no modeliza el contagio.

3.2. Soluciones

3.2.1. Unión bancaria

La venta masiva de bonos deteriora el balance de los bancos nacionales, sus principales tenedores, y el rescate de la banca recae sobre el presupuesto y realimenta la desconfianza sobre la deuda. Este **círculo vicioso entre bancos y soberanos** se produjo en Irlanda en 2010, donde un rescate bancario convirtió una posición fiscal saneada en una crisis soberana. La **Unión Bancaria** lo rompe llevando la supervisión, la resolución y la garantía de depósitos al nivel supranacional.

Zona del euro: la Unión Bancaria, en marcha desde 2012, descansa en el MUS y el MUR, pero el SEGD sigue pendiente por la resistencia a mutualizar el riesgo antes de reducir la exposición bancaria a la deuda nacional, y la Comisión anunció en noviembre de 2026 la retirada de su propuesta. El círculo se ha atenuado, pero no roto.

3.2.2. Prestamista de última instancia

Idea: un banco central común que dé toda la liquidez necesaria a los mercados de deuda previene las crisis de liquidez soberana. Si es creíble, basta su existencia para eliminar el equilibrio malo.

Objeciones:

- *Riesgo de inflación*: el aumento de la base sería proinflacionista, pero la objeción es discutible, porque no se traslada mecánicamente a los agregados amplios cuando el multiplicador se contrae, como tras la crisis financiera. El riesgo relevante es la deriva hacia la **dominancia fiscal**.
- *Riesgo moral*: el seguro puede incentivar déficits persistentes y deudas abultadas. Se corrige condicionando el respaldo a un programa de ajuste, para que no se active de forma automática. Ayudan también las reglas fiscales que limitan la deuda y la separación entre la provisión de liquidez, por la autoridad monetaria, y la vigilancia de esas reglas, por una autoridad fiscal independiente.

Zona del euro: tras el "whatever it takes" de Draghi, el anuncio de las OMT en 2012 redujo las primas sin comprar un bono, como predice la lógica de las profecías autocumplidas. Su activación quedaba condicionada a un programa de la FEEF o del MEDE, y la lógica se repitió con el TPI en 2022.

3.2.3. Reformas fiscales y unión política

Deuda común: una autoridad fiscal común que emita en la moneda del banco central mutualizaría el riesgo soberano y, sobre todo, eliminaría la raíz de la fragilidad, emitir en una moneda que no se controla. El activo seguro común sustraería la deuda a las crisis de liquidez y daría a la unión el activo de reserva del que carece. Su contrapartida es el riesgo moral, que exige reglas fiscales disciplinadas y reformas estructurales que reduzcan las diferencias institucionales. El obstáculo es político, porque implica ceder soberanía fiscal, lo que exige legitimación democrática.

Zona del euro: ha preferido las reglas, como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el Semestre Europeo, a la centralización. La excepción es NextGenerationEU (2020), tras SURE, la mayor emisión de deuda común, temporal y finalista: queda abierto si es un precedente o una singularidad.

Conclusiones: completar una unión monetaria exige, por tanto, emitir deuda pública común que internalice los efectos externos nacionales y establecer a la vez marcos y reglas fiscales coherentes y creíbles.