



DOCUMENTO DE TRABAJO

9315

EN VISPERAS DEL ACCESO A LA UNION ECO
NOMICA Y MONETARIA EUROPEA: UN REPASO
DE EXPERIENCIAS Y PERSPECTIVAS INMEDIA
TAS.

Tomás A. Esteve Serrano

EN VISPERAS DEL ACCESO A LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA EUROPEA: UN REPASO DE EXPERIENCIAS Y PERSPECTIVAS INMEDIATAS

Tomas A. Esteve Serrano *

La raza humana habia salido de la sombra, del miedo y del odio, y por un camino de luz se dirigia hacia un estadio final de simpatia, de claridad interior, de bondad y de felicidad, y en este camino la mecanica era el vehiculo mas util

Thomas Mann, La montaña magica, capitulo IV

1.-EL ACCESO ESPAÑOL AL MERCADO COMUN

1.1.- La integracion comercial

El Mercado Comun, desde ahora MC, queda formalmente establecido en 1959 con la firma del Tratado de Roma por los seis paises inicialmente signatarios, a los que se unieron a lo largo de los años otros seis, totalizando los doce que componen la denominada actualmente Comunidad Europea.

El Mercado Comun tenia, y tiene, unos objetivos economicos particularmente claros y definidos, la eliminacion de toda clase de barreras, empezando por las arancelarias, al comercio intracomunitario de mercancías, objetivo que luego se amplio a la liberalizacion de los movimientos de recursos y a la libertad de establecimiento, con el fin de alcanzar al final un mercado unico intracomunitario de amplisima cobertura.

Sin embargo, para nadie ha sido un secreto, y todos los paises signatarios han sido siempre conscientes de ello, que el Mercado Comun habia nacido y ha ido desplegandose en funcion de unas metas politicas igualmente claras y definidas.

El MC es un ambiciosísimo proyecto de cooperacion internacional en el que, como en atodos los proyectos de amplia envergadura, se aunan objetivos de caracter economico con metas de caracter marcadamente politico.

La consideracion conjunta de los fines politicos y economicos del MC suscita, al menos, dos reflexiones. Una, que, aunque sea aventurado hacer hipotesis sobre cual de estas dos clases de objetivos ha sido la determinante en la propulsion del proyecto, seguramente el definitivo motor de arrastre ha sido el impulso politico hacia metas igualmente politicas.

En segundo lugar constatar que uno de los rasgos originales del MC fue la adopcion de una estrategia en la que, para conseguir las metas politicas, que son las metas prioritarias, se crean instituciones que corporeizan el acuerdo de constituir un mercado comun, cuyas manifestaciones discurren en el plano economico. El MC es seguramente el ejemplo moderno mas brillante de como tratar de alcanzar unos fines directamente relacionados con la soberania politica de los paises integrantes a traves de una instrumentacion y unos medios economicos.

El Mercado Comun es un proyecto institucional que, al igual que otros anteriores como la Comunidad del Carbon y del Acero (CECA), nacio con la pretension de hacer irrepetibles las confrontaciones belicas entre Alemania y Francia. El MC en esencia fue concebido como un medio para mantener interesadamente unidos a Francia y

Alemania, de tal modo que la realizacion de ese proyecto dependa del mantenimiento de esa relacion. Otra de las ideas politicas motrices del MC ha sido siempre, aunque se haya mantenido mas o menos soterrada, el conseguir la formacion de una macro unidad politica con las actuales naciones independientes integrantes del MC.

2

Tambien en el caso de la solicitud de ingreso de nuestro pais se mezclaron moviles politicos y finalidades economicas. Durante el regimen franquista practicamente toda la oposicion hizo de Europa una bandera en la lucha por la recuperacion de las libertades politicas y por la implantacion de la democracia. Acceder a Europa se hizo sinonimo a obtener la homologacion internacional del nuevo orden politico español. Por eso, cuando llego el momento de hacer operativa esa demanda, la presion politica debio ser muy fuerte, y ello puede seguramente explicar los claroscuros de la negociacion en lo que al plano economico se refiere.

Lo que se esperaba obtener en el plano economico del ingreso en el MC era extraordinariamente valioso, nada menos que arrinconar la tentacion proteccionista que durante tantos años estuvo presente en el punto de mira de muchos dirigentes españoles. Del MC se esperaban las ventajas de acceder a una gran area economica internacional de mayor nivel medio de desarrollo que la española, asi como los estímulos y apoyos necesarios para dismantelar los multiples medidas proteccionistas que compartimentalizaban la economia española, lo que permitiria a la postre colocar a nuestra economia en una senda irreversible hacia una economia de mercado internacionalmente abierta y competitiva.

Es muy posible que en ciertas fases de la negociacion se pecase de simplicidad en la vision que se tenia de lo que efectivamente era el MC en el plano economico. Sin embargo muchas de las complicaciones que han aflorado tras el ingreso no tienen ahí su raiz, sino que las causas hay que buscarlas, primero, en la urgencia politica con que abordo la negociacion en su fase final, y, segundo, en que la incorporacion de España se produjo demasiado tarde.

Aunque las negociaciones de nuestro pais para ingresar en el MC se habian iniciado bastantes años antes, las posibilidades reales de ser admitido solo existieron desde la desaparicion del regimen del general Franco. El acceso del PSOE en 1982 a las responsabilidades de Gobierno supuso acelerar las negociaciones. Aunque la negociacion fue larga y dura, hay elementos para pensar que no fue todo lo exigente que hubiera debido ser para defender los legitimos intereses economicos españoles.

La presion para que el reconocimiento europeo del nuevo regimen democratico se lograra bajo el PSOE, con todo lo que ello suponía de prestigio y de normalizacion politica para el propio partido en el poder, debio de ser irresistible. Con ello el acceso de nuestra economia no fue el resultado de un calculado analisis coste-beneficio para los diferentes sectores, sino mas bien la consecuencia de una irreprimible voluntad politica de ser politicamente reconocido, cuanto antes, como uno mas entre los grandes paises europeos.

Los problemas que el MC iba a causar a nuestro sector agrario, y a muchas empresas de nuestro tejido industrial, no fueron apreciados en toda su dimension economica, o, si lo fueron, no hubo un suficiente reconocimiento publico de las dificultades economicas que se podrian avecinar. Tampoco se tomaron las cautelas o precauciones adecuadas al caso. Hubo ingenuidad en pensar que, como proteccion, bastaba con fijar unos plazos de adaptacion durante los cuales cada sector podria irse ajustando a la nueva situacion. En realidad el respeto a esos plazos depende, al igual que la vigencia de cualquier acuerdo parlamentario, de la voluntad del conjunto comunitario, y por tanto cuando la Comunidad ha decidido acelerar la liberalizacion de cualquier sector lo

ha hecho, quedando automáticamente sin efecto los plazos cautelares inicialmente concedidos.

Con todo no sería justo achacar las debilidades u omisiones de la negociación únicamente a las premuras políticas, sino que hay que conceder que los márgenes posibles de maniobra, en el tiempo en que nuestro país pretendió incorporarse a la Europa comunitaria, eran, entonces, por razones meramente cronológicas, muy recortados. Para entonces la CE había superado cerca de tres decenios de esfuerzo integrador y por tanto su estructura se había cristalizado en gran medida. La CE, cuando nuestro país accede, ya tenía bastante bien delineada la clase de estructura económica que quería alcanzar y, por tanto, los márgenes de negociación a nivel sectorial eran muy limitados para España. A mediados de los ochenta cabía la adhesión pero no una adaptación negociada a las características del nuevo entrante.

3

En esta introducción se ha pretendido insistir en dos aspectos de la CE. Primero destacar la extraordinaria influencia de los móviles políticos en el desarrollo de la experiencia comunitaria. Si el pasado enseña lo que puede ser el futuro, lo que pueda resultar del proyecto de Maastrich dependerá muchísimo de estos aspectos políticos. Por tanto aunque el análisis se realice desde la economía no hay nunca que perder de vista los intereses políticos en juego, para que estos no avasallen a los legítimos intereses económicos.

En segundo lugar hay que reconocer que, en cuanto a consecuencias económicas para nuestro país, hasta el momento, el saldo no ha sido siempre positivo. Los efectos económicos han sido muy notables, como era lógico, en toda el área del comercio exterior, pero tan importante, o más, ha sido que, tras el ingreso, toda la política económica española ha quedado inmersa en una firme referencia internacional. El balance de los efectos económicos es favorable, con reservas, a nivel sectorial. La dosis de competitividad y de apertura a que se ha sometido la economía española ha sido seguramente demasiado fuerte y demasiado rápida. No deja de ser preocupante ver como amplios sectores productivos no parecen ser capaces de sobrevivir en este nuevo marco.

Sin pretender hacer aquí un balance conclusivo de las repercusiones económicas positivas y negativas de nuestro ingreso en la CE, lo que por otro lado no sería representativo dado el poco tiempo transcurrido, solo ocho años desde dicho ingreso, sí es necesario tomar buena nota del origen, de la situación y de las orientaciones actuales de la empresa comunitaria.

Dado que la CE se está orientando hacia una nueva etapa integradora mucho más restrictiva que la vigente, es conveniente recordar que, hasta este momento, la economía española dista de haber absorbido el shock comunitario.

1.2.- La integración monetaria

En los primeros años de experimentación la CE pronto comprobó las dificultades de avanzar en la liberalización del tráfico de mercancías si no existía una política coordinada respecto a los tipos de cambio. Si cada país retenía el derecho de modificar sus tipos de cambio, todo lo que se avanzaba en cuanto apertura a través de la reducción de barreras arancelarias podía quedar fácilmente anulado. Por tanto había que desarrollar y precisar lo que respecto a organización cambiaria figuraba en el Tratado de Roma que era demasiado genérico.

De cara a esa futura unión monetaria, a principios de los 70, la CE se planteó la

disyuntiva de elegir entre dos estrategias diferentes. El punto de partida era la armonización de las economías europeas para lo que era necesaria la mayor uniformidad posible en cuanto a regulación y condiciones de mercado en todos los sectores y actividades. Como prolongación de lo anterior la estrategia economicista, defendida sobre todo por Alemania y Holanda, defendía que el avance comunitario se produciría en la medida que las diversas políticas económicas nacionales se formularan en común o, al menos en una primera fase, se coordinasen. Únicamente tras haber conseguido esa coordinación podría abordarse la unión monetaria.

Francia, Bélgica y Luxemburgo fueron los patrocinadores de una estrategia alternativa, la estrategia monetarista, en el que la relación entre armonización monetaria y armonización de las políticas económicas se invertía. Según esta estrategia habría que utilizar las instituciones monetarias como vehículo de convergencia de las políticas económicas y de los comportamientos. Incluso yendo algo más lejos, el progreso comunitario podría acelerarse si se forzase una acción coordinada de las autoridades e instituciones monetarias nacionales.

Poco a poco fue afianzándose la viabilidad de esta segunda estrategia, y en la década de los setenta se dieron los primeros pasos para su concreción. El primer diseño oficial de las fases por las que habría que pasar hasta alcanzar una unión monetaria europea, en la línea de una estrategia monetarista, figuraba en el informe que preparó un comité presidido por Pierre Werner, entonces Primer Ministro de Luxemburgo, informe que se hizo público en 1970.

La primera aplicación política de la estrategia monetarista tuvo lugar entre los años 1972-1978. Hasta 1971 el sistema monetario internacional estuvo definido exclusivamente en relación al dólar estadounidense, ligado a su vez al oro en el que era convertible a precio fijo, de tal modo que en dicho sistema de cambios/oro el máximo de fluctuación del tipo de cambio entre dos monedas resultaba ser del 3%.

Los miembros comunitarios decidieron crear una estructura monetaria propiamente comunitaria e iniciar la andadura hacia una mayor independencia monetaria. Para ello se acordó recortar el máximo permisible de fluctuación de los tipos de cambio bilaterales de cualquier moneda comunitaria al 1,5%, aunque al tiempo se seguía en el sistema de cambios anclado en el dólar. La representación gráfica de los tipos de cambio con la doble referencia a los márgenes máximos de fluctuación es una línea variable dentro de una doble pared ondulante lo que sugería la imagen de una serpiente, europea, deslizándose dentro de un túnel.

La experiencia de la llamada serpiente europea pretendió dotar de una personalidad definida al conjunto monetario comunitario para lo que se establecieron tipos de cambio intracomunitarios (semi) fijos, con un cierto margen de holgura. El resultado que se esperaba obtener era que las monedas comunitarias terminasen por constituir una estructura frente al dólar, esto es que el conjunto de monedas comunitarias flotasen en común en relación al dólar.

Los comienzos de esta experiencia fueron extremadamente tormentosos porque en Agosto de 1971 se suspendió la convertibilidad entre el dólar y el oro, lo que dio lugar a un período en el que fueron frecuentes los reajustes de paridad, y en el que a nivel internacional se generalizó la flotación de los tipos de cambio. Por ello la primera experiencia de gestión monetaria intracomunitaria planteó bastantes problemas lo que determinó que su vida fuese corta. Sin embargo tuvo la gran virtud de poner en claro que era lo que exactamente se necesitaba para llegar a obtener en el futuro una estructura de tipos de cambio estables con vocación de fijeza, que constituyera el punto de partida hacia la integración monetaria.

En la actualidad rige desde Marzo de 1979 el llamado Sistema Monetario Europeo (SME). España se incorpora a este acuerdo en Junio de 1989.

En octubre de 1990 aparece el informe Delors que propone avanzar hacia la integración europea formulando una serie de medidas y etapas para lograrlo. Inicialmente esta propuesta fue recibida con marcada indiferencia, la que corresponde a proyectos considerados utópicos, pero el desmoronamiento del bloque de los países comunistas, y la consecuente reunificación alemana en 1990, llevaron a un rápido cambio de actitud respecto a la conveniencia de abordar con decisión la constitución de una Unión monetaria europea.

5

El desplome económico de las antiguas economías socialistas europeas iba a necesitar la decisiva aportación económica y financiera de los países europeos a una escala mayor de la que pudiera proporcionar un solo país. Pero sobre todo la disolución del área europea de influencia soviética dio la gran oportunidad a Alemania de realizar su antiguo sueño. La decisión alemana es perfectamente comprensible, pero al optar por la reunificación, en las condiciones elegidas, todo el mundo pudo saber que se estaba sacrificando, o postponiendo, la realización de la Europa comunitaria.

La reunificación alemana supuso que, en adelante, Alemania no iba a poder seguir siendo, quizás transitoriamente, el modelo de estabilidad económica para el resto de los países de la CE. Aunque Alemania siguiese siendo el país motor, y en cierto modo líder, no lo sería con igual protagonismo solitario. De ahora en adelante la integración monetaria necesitaría un mayor apoyo del resto de los países, y de ahí el rescate de la idea de la unión monetaria con una sola moneda por lo que tiene de ensamblamiento forzoso de economías y sociedades.

Por último la recomposición del mapa política europeo obligaba a hacer un esfuerzo de imaginación para reforzar y revitalizar la identidad de la nueva Europa comunitaria con una ilusión de mayor alcance que la simple (?) realización de un Mercado Común, era necesario reavivar, haciéndolo además creíble, el proyecto, tantas veces aplazado, de los Estados Unidos de Europa como alternativa a los USA.

En Febrero de 1992 se suscribe el Tratado de la Unión Europea en Maastricht por el que se acuerda constituir lo que, de facto, desde el punto de vista económico se puede identificar como una unión monetaria. En el Título primero del Tratado donde se recogen las disposiciones comunes se declara que el objetivo es conseguir una Unión, que tiene como objetivos el progreso económico y social, mediante la creación de un espacio sin fronteras internas, el fortalecimiento de la cohesión, y al final enuncia lo que, a nuestro juicio, es determinante para entender todo el programa, mediante "una unión económica y monetaria que implicara, en su momento, una moneda única" (artículo B del Título primero). Para ello se modifica el Tratado de Roma y se adoptan una serie de disposiciones.

El Tratado de la Unión incorpora finalmente una serie de Protocolos que recogen acuerdos sobre temas puntuales. Son muy importantes, a nuestros efectos, los Protocolos donde se formulan las reglas de funcionamiento del Banco Central Europeo y del Instituto Monetario Europeo, los relativos al déficit público y a las normas de convergencia, la relativa al paso a la tercera fase, y la correspondiente a la política social, la mayoría de los cuales están, a su vez, incorporados al articulado del Tratado.

2.- LAS ALTERNATIVAS POLITICOECONOMICAS PARA LA INTEGRACION

La forma como se ha ido avanzando en la integracion europea responde, en primer lugar, a una eleccion, si se quiere teorica, entre las estrategias economicista y la monetarista, pero tambien es la reaccion a la experiencia adquirida por las economias europeas respecto al uso y efectos de determinadas politicas economicas. A partir de este conocimiento la Comunidad ha ido delimitando que alternativas eran posibles y deseables en cuanto a estrategia macroeconomica.

6

Las economias occidentales, y por tanto las europeas, se movieron desde el fin de la Segunda Guerra Mundial en el marco de un sistema monetario internacional que pretendia que los cambios fueran fijos aunque se admitia que ocasionalmente fueran alterados ("pegged"). Algunas de las economias europeas hicieron uso profuso de sus posibilidades de variacion del tipo de cambio, a veces para responder a turbulencias exteriores pero muchas veces se trataba de una mera manipulacion de dichos tipos con el fin de compensar las perdidas de competitividad y de mercados ocasionadas por los aumentos inflacionistas de los costes domesticos. A traves de estos ajustes oportunistas los tipos de cambio "validaban" la inflacion interna.

Al principio se presto especial atencion a las elasticidades precios y a las elasticidades renta de la demanda, y oferta, de las mercancias objeto del comercio exterior como requisito del exito de cualquier devaluacion. Pero dado que la alteracion de un tipo de cambio tiene, ademas de un efecto precio, tambien unos efectos renta que pueden contrarrestar los efectos precio, pronto se puso enfasis muy particular en que toda devaluacion deberia venir acompañada de medidas de politica economica que afianzaran la nueva distribucion deseada de la absorcion de recursos.

Con el tiempo, los paises europeos aprendieron que el logro de los efectos deseables de la modificacion de los tipos de cambio no dependia solo de la magnitud de las elasticidades precio y renta, asi como que tampoco la presencia de medidas acompañantes de absorcion de recursos en la direccion adecuada garantizaban el exito duradero de la modificacion decidida en el tipo de cambio.

Fueron muchas los casos en que se pudo comprobar como los avances inicialmente conseguidos, tras la alteracion del tipo de cambio, poco a poco iban desapareciendo por causa de una inflacion que reaparecia al cabo de no demasiado tiempo tras la correspondiente devaluacion. Las medidas complementarias sobre la demanda agregada afectaban sobre todo a las magnitudes nominales con lo que, a medio plazo, no impedia que se reprodujeran variaciones en los niveles de precios. Las medidas de contencion de la demanda despues de una devaluacion, aunque a corto plazo tengan los efectos deseados, transcurrido algun tiempo, no pueden evitar la reaparicion de las peticiones inflacionistas ni los aumentos de precios de los productos importados.

Una devaluacion altera el tipo de cambio nominal pero lo que importaba para conseguir efectos duraderos era la variacion del tipo de cambio real. Las autoridades nacionales pueden, dentro del marco de sus compromisos internacionales, variar los tipos nominales pero su capacidad, o disposicion, para alterar los tipos reales es muchisimo mas limitada o simplemente inexistente (nota 1).

Si la posibilidad de variar los tipos de cambio podia permitir la manipulacion para validar los excesos inflacionistas, y si, para colmo, los efectos de esta manipulacion ni siquiera eran duraderos, los dirigentes comunitarios concluyeron que la Europa del futuro deberia construirse con la autorenuncia de todos los paises integrantes al uso del tipo de cambio como medida de politica economica.

Una segunda experiencia marcó los diseños de la futura Comunidad monetaria. A partir de 1971 las economías occidentales adoptaron un sistema de tipos de cambio flexibles. En principio no existía ningún máximo en la variación posible de los tipos de cambio, y por tanto quedaban libres de ataduras formales a nivel de la comunidad internacional. En realidad los tipos flexibles no fueron una opción sino casi la única salida posible tras la desvinculación del dólar con el oro. Una vez que el dólar, que había constituido la moneda pivote hasta entonces, soltaba amarras era casi inevitable que los tipos quedaran libres para buscar sus nuevos niveles de equilibrio.

De la flexibilidad de los cambios se esperaba conseguir el aislamiento de cada economía nacional frente a los avatares procedentes de las demás economías. El aislamiento frente a las posibles inclemencias externas era la gran baza de los tipos flexibles.

Retrospectivamente sabemos que se pusieron esperanzas desmedidas. En primer lugar se tenía muy poca experiencia sobre la aplicación práctica de este sistema. Se habían tenido experiencias concretas y limitadas pero nunca se había intentado una aplicación generalizada de este sistema. Se pudo comprobar por lo pronto que la variabilidad permitida a los tipos de cambio no evitaba la aparición de fuertes déficits de balanza de pagos ni que durante este período tuvieran lugar muy importantes movimientos de capitales.

Sin duda la causa de que el nuevo sistema no funcionase como se había esperado era que dicha innovación tuvo que enfrentarse con uno de los shocks más extremados de toda la historia moderna como lo fueron las brutales subidas del precio del petróleo a partir de 1973. Así todo hay que reconocer que el ajuste hubiera sido absolutamente imposible con el anterior sistema creado en Bretton Woods y que la flexibilidad hizo posible un ajuste menos traumático. Hay que consignar además que las oscilaciones del dólar durante este período sometieron a demasiada variabilidad derivada a las monedas europeas.

La flexibilidad de los tipos de cambio permitía que estos actuasen como tapon equilibrador ante succiones o propulsiones excesivas de la demanda exterior. De igual modo ante variaciones de los precios relativos exteriores/interiores. Sin embargo no pudieron evitar efectos que eran muy poco deseables de cara a un proyecto de integración monetaria.

En el caso del encarecimiento del petróleo la flexibilidad de los tipos de cambio conducía a encarecer más el petróleo lo que contribuía a frenar su demanda y limitaba el déficit. Pero la flexibilidad conducía al encarecimiento de los productos importados, y era un factor de inflación de costos. Sin embargo la objeción mayor a la flexibilidad, desde la óptica del proyecto de comunidad monetaria, era que con este sistema se relajaba la disciplina monetaria de cada país miembro. En un sistema de tipos de cambio fijos la aparición de déficits, o de superávits, en la balanza de pagos impulsa obligadamente a tomar medidas de política económica que acompañen el nivel de demanda agregada. Con un sistema de tipos de cambio flexibles desaparece esta urgencia y por tanto es un sistema mucho más permisivo con la inflación doméstica.

En conclusión los impulsores de la futura unión monetaria incorporaron al acervo comunitario la repulsa a la flexibilidad generalizada y reafirmaron su opción a favor de un sistema de tipos de cambio fijos, o semifijos, que permitieran el encadenamiento de los tipos comunitarios. Cuando las relaciones de cambio entre las monedas comunitarias fuese fijas se habría alcanzado una situación, en algunos aspectos, asimilable a la que podría existir con una moneda única común.

La tercera experiencia que marcó firmemente a los impulsores comunitarios fue la comprobación práctica de la inexistencia de relaciones estables entre la inflación y el desempleo. Durante años las economías occidentales habían alimentado una ilusión, basada en la curva Phillips, según la cual las autoridades económicas podían variar la dosificación del menú de dos platos, estabilidad y empleo. La relación Phillips parecía querer decir que cada economía era libre de optar por un menú de menor paro simplemente a costa de recibir más inflación, o bien que era posible contener la inflación a costa de mayor paro. Inflación y paro se presentaban como alternativas, como males mutuamente sustitutivos.

Dado que los países tienen preferencias diferentes respecto a la inflación y respecto al paro, de ser realidad, la curva Phillips hubiese permitido que, definido el menú más deseado desde el punto político, cada país pudiese alcanzar esta combinación.

La relación Phillips pareció cumplirse a lo largo de la, para muchos irrepetible, década de los sesenta pero a medida que la economía se iba situando en niveles de inflación más altos, en paralelo al intento por reducir el paro al máximo, se podía comprobar que la inflación se aceleraba, que la eliminación de una unidad de paro cada vez costaba más en términos de inflación. Cuando la inflación alcanzó los dos dígitos fue manifiesto que la inflación, una vez generada, era una compañía de difícil o imposible control que no parecía responder a los tratamientos tradicionales de regulación de la demanda agregada.

Si bien los estudios empíricos parecían demostrar que existía una relación inversa entre inflación y paro, los hechos comprobados a lo largo del tiempo indicaban que, en todo caso, esta relación era perecedera, no estable, y que por tanto la política macroeconómica, que necesita tiempo para realizarse y conseguir sus objetivos, no puede plantearse en base a esta supuesta relación.

Es conocido que la teoría económica trató de encajar los nuevos hechos empezando por los monetaristas que explicaban el desplazamiento e inestabilidad de la relación Phillips por la influencia de variables expectativas, pero luego han surgido explicaciones adicionales que refuerzan la predicción de que, por desgracia, no hay, a largo plazo, tal relación inversa entre inflación y paro, lo que no impide que, a corto plazo, durante cortos periodos de tiempo, es posible que los comportamientos económicos admitan la sustituibilidad entre esos dos males.

El resultado de la experiencia fue una creciente prevención respecto al uso rutinario de las políticas expansionistas para reducir el paro porque podían colocar a la economía en la senda de una inflación creciente e incontrolada. La futura comunidad europea no podría construirse en base a la aplicación ingenua de las políticas keynesianas de regulación de la demanda sin considerar muy cuidadosamente sus posibles efectos inflacionistas. Decididamente en la mente de los impulsores de la futura Europa no había sitio para la inflación ni para las políticas que a ella pudieran conducir.

El programa de los impulsores de la futura unidad europea contenía unos pocos y contundentes principios a la hora de elegir las políticas económicas. La futura Europa se construiría sobre el principio de una economía de mercado con estabilidad de precios o no se construiría nunca. Los fundamentos de la unión monetaria se apoyarían en dos renuncias. En primer lugar habría que renunciar al uso de la inflación como medio contra el paro o para suavizar los ajustes del crecimiento. En segundo lugar la futura Europa se haría sobre la base de la firme renuncia a la manipulación de los tipos de cambio. Los tipos intracomunitarios deberían tener vocación de fijeza para llegar a formar una estructura unificada equivalente a la existencia de una moneda

unica.

Como resultado de diversas experiencias la estrategia ganadora fue la del crecimiento carente de toda contaminación inflacionista respaldada por una estructura de tipos de cambio que pretenden ser fijos. Por otro lado la vía de integración elegida fue la de una unificación centrada en las actividades y comportamientos monetarios y financieros. Pero a todo este esquema le faltaba una pieza que diera realismo y consistencia práctica a todo el armazón. Esta pieza fue el acuerdo, implícito, pero no por ello menos efectivo, de construir la futura Europa sobre el anclaje de la economía y la moneda alemana, durante muchos años centro de estabilidad y modelo de rigor monetario.

9

3.- LOS ELEMENTOS INTEGRANTES DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

3.1.- Contenido esencial del Sistema Monetario Europeo

El Sistema Monetario Europeo (SME) está integrado por dos componentes. Uno es un acuerdo voluntario entre las autoridades monetarias de aquellos países miembros de la CE que deciden integrarse en el Mecanismo de tipos de cambio (MTC), según el cual se comprometen a mantener los tipos de cambio bilaterales dentro de una banda. El otro viene ligado a la creación del ECU.

La pertenencia a la CE no implica ninguna obligación de adherirse al Mecanismo de tipos de cambio (MTC), de modo que hay países que no integran el MTC pero que sin embargo forman parte del Sistema Monetario Europeo, por ejemplo en la medida que utilizan el ECU como unidad de medida, y, en la medida que deben respetar ciertas normas, por ejemplo respecto a la fluctuación máxima (6%). Estrictamente hablando, por tanto, el SME es más amplio que el MTC, de modo que dentro del SME hay países que asumen ciertas obligaciones de estabilizar los tipos de cambio, obligaciones que otros no han decidido asumir.

Ahora bien, para facilitar la exposición, pese a haber advertido, desde el comienzo, la diferencia entre el SME y el sistema de tipos (semi) fijos, en este trabajo, designaremos como SME lo que, en puridad, repetimos, debería llamarse MTC, siguiendo, en esto, el lenguaje, impreciso, de los medios de comunicación.

Los tipos centrales de referencia se definen en ECUS. Como es sabido el ECU es el resultado de combinar, con determinadas ponderaciones, todas las monedas de los países integrantes de la CE dando lugar a una moneda-cesta. Relacionando por parejas los tipos centrales en ECUS se obtienen los tipos centrales bilaterales. En general la referencia a los tipos en ECUS puede confundir, y a casi todos los efectos basta con referirse a los tipos centrales bilaterales que es lo que aquí haremos. El conjunto de tipos centrales bilaterales constituye una estructura o parrilla de tipos (semi) fijos.

En esencia el acuerdo del SME establece que los tipos bilaterales entre países miembros pueden desviarse como máximo un 2,25% en un sentido u otro del tipo central de referencia. Si el tipo bilateral sobrepasa los márgenes autorizados los bancos centrales de los dos países miembros están obligados a intervenir en los mercados de cambios, comprando o vendiendo divisas, o posiciones o activos financieros en divisas, para restablecer el tipo dentro de la banda permitida (nota 2). Se admite además que los Bancos centrales de los países miembros puedan realizar intervenciones, llamadas intramarginales, antes que los tipos bilaterales lleguen al límite máximo permitido.

Las intervenciones no se realizan en ECUS sino, normalmente en la moneda propia del país, en base a las reservas internacionales de cada Banco, complementada con créditos a muy corto plazo en la moneda del otro país recibidas del fondo especialmente diseñado al efecto, el Fondo europeo de cooperación monetaria (FECOM), o bien del Banco Central del otro país. Desde 1987 con el acuerdo de Basilea-Nyborg, el FECOM financia también las intervenciones intramarginales.

10

En el caso de que los tipos alcancen el máximo permitido de desviación frecuentemente surge una típica situación de conflicto entre los dos Bancos centrales implicados, aunque dicha situación de conflicto suele aparecer discretamente disimulada. Cualquier intervención en los mercados de cambios para restablecer un tipo bilateral supone distribuir las responsabilidades entre dos autoridades monetarias nacionales, de modo que una parte de la recuperación del tipo debe quedar a cargo del Banco cuya moneda se está revaluando, y quedando el resto a cargo del Banco cuya moneda se está devaluando.

Para restablecer el tipo bilateral, el Banco de la moneda que se está revaluando debe vender su moneda contra la otra divisa, lo que produce aumento de sus reservas internacionales, y por tanto debe aceptar un crecimiento del agregado monetario, y una reducción de los tipos de interés a muy corto plazo, en tanto que el otro Banco debe hacer lo contrario, comprar su moneda, reducir sus reservas, contraer su agregado monetario y subir sus tipos de interés.

En consecuencia las intervenciones en los mercados de cambios provocan efectos que pueden significar desviaciones respecto a la posición deseada por la respectiva autoridad monetaria en cuanto al nivel de su oferta monetaria o de los tipos de interés domésticos, esto es las intervenciones implican, o pueden implicar, costes. Por eso surge el problema o conflicto llegado la hora de distribuir o repartir los costes de la intervención.

Una de las innovaciones del SME, en su concepción inicial, fue la de introducir la técnica de un "indicador de divergencia" cuya aplicación permitía determinar cuál de las dos monedas, y cuál de los respectivos Bancos, debía soportar la mayor cuota del coste de las intervenciones.

Esta técnica del indicador de divergencia permitía introducir una muy conveniente simetría en la distribución de las responsabilidades de cada Banco central implicado en el reajuste de un tipo bilateral. La pretensión de este indicador era la de objetivar las intervenciones, estableciendo un procedimiento mecánico de reparto de las cargas. Sin embargo este indicador no ha dado los resultados esperados, fundamentalmente porque no se ha querido aplicar con lo que, en la práctica, con el transcurso del tiempo, el SME se ha convertido en un sistema monetario asimétrico.

Decimos que el segundo componente del SME, es la aceptación por los países miembros de la autoridad monetaria alemana como autoridad fáctica de mayor nivel, e, igualmente, del marco alemán como moneda pivote. Este elemento del SME, que es absolutamente crucial para entender como ha funcionado de hecho el SME, no aparece reconocido expresamente en los acuerdos formales suscritos entre los países, o al menos este elemento no aparece oficialmente destacado. Es más este papel líder del marco, y de la autoridad monetaria alemana, que constituye el núcleo fáctico del SME, queda en cierta medida oculto a través del ECU.

El diseño del ECU responde a varios propósitos. Es un activo de reserva internacional y como tal se utiliza para valorar y liquidar los saldos entre autoridades monetarias de países de la CE, así como en las procedentes del FECOM. También es un activo

financiero cuyo valor debe ser atendido por los Bancos centrales comunitarios y que es utilizado como una moneda mas en los mercados de capitales internacionales. Por ultimo, segun el Tratado de la Union de Febrero de 1992, el ECU será el embrion de la futura moneda unica europea.

Pero el ECU cumple otras funciones mas sutiles. Una de las intenciones de los creadores comunitarios fue la de centrar la atencion en el ECU para evitar protagonismos e identificaciones con monedas concretas de los paises comunitarios. Los tipos centrales de referencia de cada pais se expresan y definen en ECUS. Los indicadores de divergencia que pretendian automatizar las intervenciones en los mercados de cambios, concediendo en principio iguales posibilidades de ser protagonista o responsable a cualquier moneda comunitaria, se determinan tecnicamente sobre base del ECU. En general se puede afirmar que para los creadores del SME el ECU se concibio como una pantalla tras la cual deberian quedar las monedas comunitarias, y por tanto sus conflictos.

Desafortunadamente, aunque era previsible que asi sucediera, el SME ha ido evolucionado a un sistema menos mecanico, y menos objetivo que el diseñado por sus creadores, en el que hay diferencias en el papel que juegan las instituciones monetarias de unos paises respecto al de otros. Los creadores del SME trataron que dicho sistema fuera simetrico, cooperativo, pero la fuerza de los hechos lo ha convertido en un sistema con una notable asimetria en el que las autoridades y la moneda alemana juegan un papel relevante. La autoridad alemana ha adquirido de facto un liderazgo sobre las demas. Esta situacion es una situacion de facto, implicitamente convenida por los paises miembros, como hemos dicho, no expresamente formalizada en los textos del SME, y que, como todos los acuerdos durara el tiempo que los paises comunitarios juzguen conveniente.

El liderazgo factico aleman no significa que el Bundesbank fije directamente los objetivos monetarios de los paises miembros. El liderazgo se manifiesta en que los demas paises suelen aceptar que el Bundesbank fije con bastante autonomia sus tipos de cambio bilaterales y sus tipos de interes. La politica cambiaria de la comunidad, y en terminos generales la politica monetaria, queda centrada en la autoridad alemana. A partir de la referencia de los tipos de cambio alemanes y sus tipos de interes, los paises miembros adaptan sus tipos de interes y sus agregados monetarios.

Esta situacion de hecho no significa que el SME sea formalmente un area-marco. Ya hemos dicho que las intervenciones no se realizan necesariamente en marcos sino en las monedas de los dos paises implicados. El liderazgo aleman tampoco significa hegemonia. Aunque la politica cambiaria se origine en el Bundesbank, este no ordena como tal a los demas bancos sino que las situaciones se producen negociadamente, aunque haya que admitir que a veces tal negociacion no se produzca entre iguales. Por otro lado aunque Alemania trate de contrarrestar a traves de la esterilizacion los efectos externos, no siempre consigue la total inmunizacion y autonomia y por tanto sus tipos de interes y demas variables sufren en mayor o menor medida la influencia exterior

3.2.- Interrelaciones e implicaciones

En un conjunto de economías abiertas las variables monetarias están mutuamente condicionadas por relaciones de paridad entre los tipos de cambio.

La relación a largo plazo se formula entre las tasas de inflación (π) y los tipos de cambio (T). De forma aproximada la relación es:

$$\Pi(e) - \Pi(a) = (TE - T)/T$$

La relación anterior establece que la tasa de inflación de un país, tal como España, $\Pi(e)$, menos la tasa de inflación de Alemania, $\Pi(a)$, debe ser igual, a largo plazo, al tipo de cambio esperado (TE) entre España y Alemania, pesetas por marco, menos el tipo de cambio efectivo spot (T). La base de esta relación es la posibilidad de arbitraje en el comercio de mercancías que se convierte en uno de los factores determinantes, a largo plazo, de la evolución previsible futura del tipo de cambio. El diferencial de tasas de inflación entre dos países establece el diferencial "fundamental" en el tipo de cambio.

La segunda relación de paridad se establece en base al arbitraje con activos financieros. La relación, válida a corto plazo, formula una relación entre tipos de cambio y tasas de interés, y, que forma aproximada, es,

$$(TE - T)/T = i(e) - i(a)$$

siendo TE el tipo de cambio bilateral esperado o previsible a corto plazo entre España y Alemania, pesetas por marco, y T el tipo de cambio bilateral al contado. Las previsiones o expectativas de depreciación, o de revaluación, es decir el diferencial relativo $(TE - T)/T$ establece el diferencial absoluto que debe existir entre la tasa de interés nominal de España a corto plazo $i(e)$, y la tasa de interés de Alemania $i(a)$.

Las dos relaciones reflejan relaciones de causalidad entre las variables consideradas. A su vez estas relaciones de causalidad operan en dos sentidos. En equilibrio las relaciones expresan los valores consistentes entre distintas variables. Para su interpretación, aunque ya hemos dicho que hay interrelación mutua, es útil concebirlas como relaciones causales ligadas secuencialmente.

Caben evidentemente varias secuencias, pero una bastante realista es la siguiente. El diferencial de inflación afecta al tipo de cambio fundamental y a sus desviaciones previsibles. En la medida que existan previsiones o expectativas de que el tipo de cambio bilateral se puede desviar del tipo al contado vigente, aquella desviación obligará a establecer un determinado diferencial entre los tipos nominales de interés.

Diferencial de inflaciónMargen realineación tipo cambio

Margen variación tipo cambio.....Diferencial tasas interés

Las relaciones anteriores establecen que cualquier diferencial de inflación entre dos países mutuamente abiertos puede encajarse a través de la aceptación de un reajuste del tipo de cambio, de la aparición de un diferencial en los tipos de interés, o de una combinación de ambos ajustes.

Considerando los elementos del SME que hemos expuesto en líneas anteriores, así como las relaciones de paridad, se puede comprender el alcance de las restricciones que la adhesión al SME impone a las autoridades monetarias de un país miembro.

Siendo el SME es un sistema de tipos de cambio (semi) fijos, la adhesión implica la renuncia a manipular los tipos de cambio. Puesto que frecuentemente esta manipulación se ha realizado para recuperar posiciones perdidas por excesos inflacionistas, la inserción en el SME introduce un factor de disciplina a efectos de veleidades inflacionistas. La obligación de mantenimiento del tipo de cambio dentro de la banda de oscilación obliga a una efectiva política antiinflacionista.

En segundo lugar, en la medida que actúe el liderazgo alemán, el tipo de cambio que efectivamente esté vigente en el mercado para cada país concreto ha debido estar determinado, más o menos unilateral y parcialmente, por la autoridad alemana.

De igual modo el nivel de inflación de referencia es el alemán. Los países miembros no están absolutamente obligados a alinear las tasas de crecimiento de sus precios con la evolución alemana, ni por tanto a alinear las tasas de crecimiento de los agregados monetarios, pero la referencia alemana condiciona las posibilidades. Si no alinean, deberán soportar una tensión en sus tipos de cambio, o bien deberán reajustar sus tipos de interés, o bien deberán acomodarse en los dos frentes.

Las consecuencias para la política de tipos de interés que puedan practicar las autoridades monetarias y financieras de los países miembros son igualmente restrictivas. El mantenimiento de los tipos bilaterales obliga a que los tipos de interés, sobre todo los de corto plazo, se coloquen al servicio preferencial de dicho mantenimiento. Esta servidumbre de los tipos de interés significa que las autoridades monetarias tendrán, en principio, menos posibilidades de utilizar los tipos de interés como instrumentos para otros objetivos tales como el nivel de desempleo, o la financiación del Tesoro, si bien, recordemos, para estas otras finalidades lo que interesa es el tipo a medio y largo plazo.

Dado el liderazgo alemán, los niveles a que se puedan situar los tipos nominales de interés en cada país deberán partir del tipo de interés fijado en Alemania. Sin embargo, a partir de este tipo de interés cada país mantiene cierta capacidad de maniobra en la medida que puede en principio fijar el diferencial de intereses que desee, a costa de soportar, a corto plazo, una determinada tensión revaloradora o depreciadora de su tipo de cambio, y, a largo plazo, una determinada tensión inflacionista.

En el SME no hay necesariamente igualación de los niveles de los tipos de interés, sino que es posible mantener diferenciales entre los mismos. Dados unos determinados diferenciales, lo que en el SME se produce es una alineación en la tendencia que deben seguir los tipos de interés. Si Alemania por ejemplo decide bajar los suyos, esto arrastrará a la baja de los demás tipos, salvo que el descenso se encaje, a corto plazo, a través de variaciones en los tipos de cambio, o con el desplazamiento internacional de capitales a corto, o bien, a largo plazo, con las tasas de inflación.

Por otro lado el SME no puede impedir que, para activos financieros comparables, como pueden ser los títulos de Deuda pública, los tipos de interés sean diferentes, porque puede no ser igual el nivel de riesgo que soportan los títulos de Deuda. Si en cierto país hay mayor riesgo de depreciación del tipo de cambio, o mayor riesgo de inflación, la tasa de interés de la Deuda pública de ese país incluirá una prima de riesgo compensatoria y por tanto la Deuda pública de este país ofrecerá, necesariamente, una mayor tasa de remuneración nominal, sin que este hecho signifique ninguna violación de la tendencia a la igualación de las tasas de interés que se debe producir, necesariamente, entre los mercados comunitarios de los países integrados en el SME.

4.- PROBLEMAS DEL SME

4.1.- La falta de participacion simetrica en los mercados de cambios.

14

El SME ha conducido a una gran mejora en la convergencia economica de los paises miembros. Sin embargo no es absolutamente evidente que estos niveles comunes de los paises de la CE hayan sido indiscutiblemente mejores que para las economias occidentales no adheridas al SME. La evolucion de los datos relativos al nivel de inflacion o al nivel de paro no muestran una ventaja abrumadora a favor de los paises del SME.

El SME siempre ha pretendido convertirse en un area de estabilidad. La inflacion en el seno del SME ha ido conteniendose, lo que era previsible porque el SME refuerza la necesidad de contener los excesos inflacionistas, pero en los ultimos años la contencion inflacionista no ha ido mucho mas deprisa en el SME que en otras economias occidentales lo que parece indicar que los mayores logros en este campo no deben atribuirse exclusivamente al SME.

Casi por definicion los mayores logros los ha conseguido el SME en la estabilidad cambiaria. Al sistema de cambios puesto en pie a traves del SME se le achacan al menos dos defectos, una la de la falta de simetria, y otra la falta de neutralidad.

Hay un sentido bastante obvio de dicha falta de simetria. Es innegable que existe una diferente capacidad economica, y politica, de los paises miembros. El predominio creciente de la economia alemana ha sido una realidad hasta hace poco. El mayor peso politico del tandem Alemania y Francia rompe la posibilidad de una negociacion simetrica para el resto de los paises comunitarios. Pero cuando se alude a la falta de simetria del sistema de tipos fijos del SME, la critica se refiere a las caracteristicas de la actividad de intervencion en los mercados de cambios, y a los problemas que tal intervencion plantea.

El mantenimiento de un sistema de tipos de cambio fijos no es simetrico en cuanto que no son iguales las posibilidades practicas de defender el tipo de cambio de una moneda debil que las de frenar la revalorizacion de una moneda con una gran demanda. Esto es asi, entre otras cosas, porque impedir la depreciacion supone comprar la moneda debil y gastar reservas internacionales, en tanto que frenar el aumento indeseado en el tipo de cambio produce crecimiento en las reservas internacionales.

En principio los paises suelen considerar mas aceptable el aumento de las reservas internacionales que su reduccion, y de ahi el posible comportamiento asimetrico de las autoridades politicas en la medida que, a corto plazo, opongan mayor resistencia a perder reservas que a ganarlas. Sin embargo este tipo de reacciones, muy frecuentes, no estan respaldadas por la experiencia analizada economicamente en cuanto tanto el crecimiento como la perdida de las reservas de las reservas puede producir efectos a medio plazo indeseables desde la perspectiva de las autoridades economicas.

La falta de simetria se manifiesta tambien de otro modo cuando llega la ocasion de tener que corregir las desviaciones excesivas de los tipos de cambio. Si los dos bancos centrales afectados intervienen por igual o proporcionadamente, el sistema diremos es simetrico. La proporcionalidad de la intervencion de un Banco central debera establecerse, en principio, en funcion de la magnitud de la desviacion del tipo de cambio respecto al tipo central, pero sobre todo, y este es terreno espinoso, es funcion del grado de responsabilidad o de culpa de las autoridades o del Banco central

en la desviación del tipo de cambio.

Se puede comprender que no sea fácil determinar cómo debe distribuirse la intervención. Por eso era interesante la técnica de los indicadores de convergencia porque, con algunos reparos al modo como lo hacía, permitía establecer sobre qué lado estaba la mayor responsabilidad, y facilitaba por tanto la distribución objetiva de las cargas de la intervención (nota 3).

15

A falta de unas reglas consensuadas y respetadas por todas las partes, el sostenimiento de la parrilla de tipos de cambio en que consiste el SME no hay garantías de que la negociación, por sí sola y dada la desigualdad de situaciones y de influencia de unos países y otros quede distribuido simétricamente o proporcionadamente, y esto es lo que sucede en la práctica. Además, y como veremos a continuación, la falta de neutralidad también puede provocar asimetría.

4.2.- Los movimientos de capitales en el SME

Aunque en los primeros años hubo importantes realineaciones, el SME ha conseguido ir imponiendo su estructura cambiaria con un relativamente reducido número de variaciones. Así todo el número de reajustes ha sido mayor de lo que sería deseable para la consolidación del SME. Normalmente, la causa inmediata de los reajustes de paridad que en el SME se han producido ha estado en los movimientos de capital.

En general, los movimientos de capitales son un elemento de reasignación eficiente de los recursos y unos de los medios más operativos para lograr la necesaria consistencia y ajuste entre las variables económicas de un conjunto de economías abiertas.

Por otro lado, muchos de los efectos reales directos a largo plazo no se suelen considerar porque tratándose de desplazamientos que se mantienen durante corto plazo de tiempo no podrían, en principio, ser vehículos de la inversión duradera, aunque no es una objeción válida porque los flujos a corto plazo reiterados pueden perfectamente constituir una fuente de financiación de la inversión real.

Omitiendo los efectos y las causas a largo plazo, se pueden apreciar los efectos de los movimientos de capitales situándose para ello en el marco de un modelo sencillo donde los movimientos de capital a corto plazo sean función de los diferenciales de tipos de interés, de las expectativas de depreciación o revaluación de los tipos de cambio, y, a más largo plazo, de los diferenciales de inflación.

Por consiguiente, y manteniéndonos en una perspectiva a corto plazo, se puede anticipar que estos movimientos producen efectos de depreciación o de revaluación no siempre deseables desde el punto de vista de las autoridades económicas. Asimismo se producirán efectos sobre las tasas de interés correspondientes a los activos financieros en los que se invierten los recursos móviles, también muy probablemente quedarán afectadas las magnitudes monetarias y, a más largo plazo, habrá una incidencia primero en las expectativas de inflación y, luego, en la inflación efectivamente realizada.

Como todos estos efectos se producen tanto en los países de origen como en los de destino, las autoridades económicas de unos y otros países suelen tomar medidas bien para frenar o limitar estos movimientos o bien para contrarrestar los efectos indeseables. En el régimen actual de liberalización de flujos de capital las medidas restrictivas solo pueden ser transitorias y muy excepcionales. Sin embargo tienen amplia libertad para compensar aquellos efectos no queridos, muy principalmente en

relacion a los tipos de cambio de mercado, Pues bien, una de las principales objeciones que se hace al SME en el plano monetario es que no ha habido la necesaria neutralidad, o pasividad, ante esos movimientos de capitales.

Hasta hace muy poco el SME ha venido operando en el marco de importantes y extendidas restricciones a los movimientos de capital en varios países miembros. Pero desde hace muy poco, tres años, la CE ha adoptado una política de liberalización total de los movimientos de capitales. En este contexto de libertad en la movilidad internacional de los recursos monetarios y financieros es donde aparecen algunos de los problemas más recurrentes del SME.

16

4.3.- Modelos de organización monetaria internacional

Una situación parecida en el sentido que los movimientos de capitales deberían ser prácticamente inexistentes cuando todos los países miembros han aceptado situar todas sus variables relevantes en la posición de paridad o de congruencia mutua. En la práctica esta situación se puede producir cuando uno de los países actúa de modo hegemónico y los demás países aceptan ese dominio.

En este caso el país hegemónico fija los tipos de cambio bilaterales y fija asimismo sus tipos nominales de interés en tanto que los demás países se ajustan total y pasivamente fijando sus tipos de interés y el crecimiento de sus magnitudes monetarias, y por tanto su inflación previsible, de modo que los diferenciales de tipos de interés, y de inflación, en caso de que existan, son exactamente los correspondientes a la paridad con lo no hay desplazamientos a corto, y a medio plazo

Historicamente ningún país ha sido hegemónico y desde luego la Alemania del SME no responde a este modelo. Aunque las relaciones causales puede que en muchos, o incluso en la mayoría, de los casos se hayan originado en el marco, también se ha podido comprobar como, en otros casos, el marco alemán ha recogido las influencias de las autoridades de otros países.

A falta de esta hegemonía pueden darse diversos modelos, encuadrables como modelos cooperativos, que, estos sí, han encontrado su plasmación efectiva en la historia económica moderna. Ambos modelos se corresponden con esquemas de tipos de cambio fijos o semifijos.

Uno de estos modelos es el del sistema cambios oro, con tipos de cambio fijos. En este caso los movimientos de capitales son libres y tienen importancia. Para mantener los tipos de cambio en presencia de movimientos de capitales, en este modelo o situación se siguen dos normas, una que todas las intervenciones en los mercados de cambios se hacen en monedas convertibles en oro, y otra que todos los países son pasivo-aceptantes, o neutrales, es decir no frenan ni las salidas ni las entradas de capitales, y además soportan los correspondientes variaciones en sus tipos de interés y en sus agregados monetarios. Una vez que las variables en los dos países se han ajustado automáticamente los movimientos cesan.

Muy parecidos son los sistemas monetarios con moneda clav o moneda pivote, como ha sido el caso con el dólar durante años. El modelo corresponde a los sistemas con tipos de cambio fijos pero ajustables ("pegged"), esto es (semi) fijos. En este caso no debe haber restricción alguna a las inversiones en activos financieros nominados en dólares. Otra regla de funcionamiento es que las intervenciones en los mercados de cambios se realicen en la moneda clave. Al igual que en el caso anterior, para que el sistema se desenvuelva fluidamente, se espera un comportamiento pasivo-aceptante

del país emisor de la moneda en relación a las tasas de interés y al crecimiento de sus agregados monetarios

En el caso del SME la situación de facto responde a un modelo donde se mezclan los casos anteriores. Por una parte las autoridades alemanas ejercen liderazgo y por tanto sus preferencias respecto a los tipos bilaterales son muy tenidas en cuenta pero no aceptadas de forma mecánica. De igual modo respecto a los tipos de interés, Alemania fija sus tipos pero los demás países no fijan, al menos no siempre, el tipo exacto correspondiente a la paridad. Por tanto la situación no es la correspondiente al modelo hegemónico y ha lugar a movimientos de capitales.

17

Por otro lado aunque el marco alemán sea una moneda de máxima relevancia, el SME no es un área de moneda clave, no es un área marco, porque el marco alemán no es la moneda obligada en las intervenciones cambiarias. Por otro lado Alemania no ha fomentado las inversiones en activos financieros a corto, y de hecho se ha resistido a lo largo de estos últimos años al desarrollo de los mercados monetarios nominados en marcos.

4.4.- Los movimientos de capitales y las intervenciones en los mercados de cambios en el SME.

El SME responde a un modelo de tipos de cambio semifijos, que pueden moverse dentro de una banda con unos límites iguales para (casi) todos. Es un modelo que además se corresponde con una situación de liderazgo alemán.

Este modelo, para que funcione, necesita que, en caso de desplazamientos de capitales, las economías afectadas se comporten pasiva y neutralmente. En particular el país líder, Alemania, debe aceptar pasivamente cualesquiera demanda internacional de activos financieros nominados en marcos.

El caso más frecuente en estos últimos años ha sido aquel en que Alemania ha sido la receptora de los recursos. Las razones del mayor atractivo alemán han estado en la mayor rentabilidad resultante de combinar las tasas de interés alemanas con la posibilidad de revalorización del marco, basadas en los buenos resultados diferenciales en cuanto a la inflación y a los excedentes de balanza de pagos alemana.

Una entrada de capitales, que se canalizara mayoritariamente hacia AF nominados en marcos a corto plazo, producirá aumento de la cotización del marco, así como baja de los tipos de interés alemanes. También se producirá el aumento de sus agregados monetarios lo que a su vez supondrá aumentos de riqueza monetaria y financiera. Ambos factores pueden dar lugar a expectativas inflacionistas, que, de persistir, se transformarían en subidas efectivas del nivel de precios.

Ante una entrada importante de capitales, las autoridades alemanas realizarán intervenciones intramarginales para frenar las desviaciones alcistas del marco, y supongamos que las autoridades tienen éxito y consiguen mantener fijo el tipo de cambio. Este éxito lo habrán logrado comprando otras divisas y vendiendo marcos que afluirán a la corriente monetaria. Sin embargo supongamos que, en relación a los agregados monetarios y a los tipos de interés, estas mismas autoridades se retraigan y mantengan una actitud de absoluta pasividad.

En este caso, la reducción de la rentabilidad en forma de menores tasas de interés, y la perspectiva de repuntes en el nivel de los precios por la afluencia de liquidez, irán neutralizando la demanda de AF nominados en marcos, de modo que llegara un momento

en el que, alcanzados los diferenciales congruentes con la paridad, las entradas de recursos dejaran de producirse.

El funcionamiento del SME es compatible con las intervenciones intramarginales, pero si se desea no poner en peligro su continuidad, ni su aceptación consensuada, se requiere que los países afectados por los movimientos de capitales se comporten pasivamente. El SME requiere que Alemania, pero también los países de donde proceden los recursos móviles, estén dispuestos a soportar la correspondiente flexibilidad monetaria en tipos de interés, liquidez e inflación, que irán ajustándose a la situación de modo que, desaparecidas las desigualdades que hacían atractivo el movimiento hacia Alemania, el flujo de fondos desapareciera igualmente.

18

La posición de Alemania respecto al SME ha sido siempre muy peculiar. Alemania ha sido siempre una gran defensora del SME y de no haber sido por su patrocinio el SME nunca hubiera existido. Sin embargo los inconvenientes del sistema para las autoridades monetarias alemanas son muy claros e inmediatos, y siempre han sido más patentes que los beneficios que, en todo caso, son a largo plazo.

Las autoridades monetarias alemanas han decidido esterilizar sistemáticamente los movimientos de capitales en lo que les pudiesen afectar domesticamente. En caso de recepción de recursos, para absorberlos, realizará ventas de activos financieros, por ejemplo en forma de repos, con lo que podrá restablecer las tasas de interés a su nivel original. También de un modo parecido podrá absorber el aumento excesivo de sus agregados monetarios. La intensidad de la absorción dependerá de la cantidad de recursos entrados que se han canalizado hacia activos monetarios, y, de la cantidad de marcos que el Bundesbank ha tenido que vender en sus intervenciones en los mercados de cambios.

Con estas operaciones la autoridad alemana habrá anulado casi todos los efectos, recuperando la posición de partida excepto en un punto, ya que después de esta inmunización se habrá producido un aumento de riqueza financiera líquida y de la menos líquida. Omitiendo este último efecto, este tipo de comportamiento no-pasivo, que es el que el Bundesbank ha venido practicando, da como resultado una situación final que es la misma que tendría de no haber tenido lugar la entrada de capitales.

Todos esos recursos desplazados procederán de países, a veces comunitarios otras de fuera de la CE. La salida de capitales de estos países habrá supuesto que los respectivos Bancos centrales hayan vendido marcos, o bien que en los mercados internacionales se hayan comprado marcos contra las correspondientes monedas nacionales.

En ambos casos, pero sobre todo en el primero, la salida de capitales habrá llevado a la contracción de sus respectivos agregados monetarios, y a una subida de las correspondientes tasas domésticas de interés nominales, y llegará un momento en el que el diferencial con el país receptor es justamente el que corresponde a las relaciones de paridad, con lo que desaparecerá el atractivo para una salida posterior de recursos. Si los bancos centrales de los países originarios desearan frenar esta salida de recursos y si aquel ajuste en agregados y tasas de interés no se hubiese producido en toda su magnitud los Bancos centrales tendrían que realizarlo a través de las correspondientes operaciones contractivas.

En resumen, en el SME no hay, en estos momentos, después de haberse desechado la aplicación de técnicas como la de los indicadores de divergencia o de otras parecidas, reglas establecidas y operativas para especificar como deben actuar los Bancos centrales en situaciones de tensión en algún tipo de cambi bilateral. Se da por supuesto que deben actuar los dos Bancos centrales, pero no existen reglas o procedimientos

objetivos, relativamente mecanicos, para distribuir las actividades de los dos Bancos en los mercados de cambios, ni por supuesto para determinar cuanto de la compensacion debe realizarse en la moneda de un pais cuanto en la del otro. Tampoco en que condiciones debe o puede intervenir un tercer pais. El tema se resuelve en la practica mediante negociaciones puntuales, dificultadas por las características hegemonicas de una de las partes.

Seguramente es muy cierto que nunca podran existir esas reglas mecanicas que conviertan el proceso en mecanico, y si se diseñan nadie podra impedir que algunos paises se opongan a su utilizacion. Pero si esto es así estamos ante una contradicción inmanente de todo sistema de cambios fijos porque estos sistemas requieren intervenciones frecuentes, y para que el sistema no se resienta, es necesario que estas intervenciones sean absolutamente asepticas e indoloras.

4.5.- Intervencion y asimetria

En tanto que el pais lider realiza su politica monetaria autonomamente, el resto de los paises se ven obligados a adaptarse, y, por consiguiente, se les impide, en una situacion de libertad de movimientos de capitales, realizar la politica monetaria adecuada a sus necesidades, siendo posible que incluya agudice la situacion de su coyuntura economica.

En definitiva, todo el ajuste lo tiene que realizar una de las dos partes, es decir que hay asimetria en relacion a la distribucion de las cargas o costes de la intervencion.

Es importante deshacer un error muy extendido. La asimetria no deriva de que Alemania actue de lider ni que el marco sea una moneda de especial valiosidad: la asimetria se debe pura y simplemente al comportamiento no pasivo de la autoridad monetaria alemana.

¿Pero porque es mala la asimetria, cual es la base profunda de la critica a la asimetria? La asimetria no se critica por razones tecnicas sino por razones de sociologia politica, de permanencia de las instituciones. Aclaremos que la asimetria no es criticada simplemente porque se ha impedido que actuen lo que algunos llamarian las fuerzas automaticas y beneficas del mercado. La asimetria del SME en su version factica no es problema porque atente a posibles preferencias ideologicas, sino por razones pragmaticas. El problema de la asimetria es de caracter politico ya que la asimetria pone en peligro la continuidad del SME.

Si cada vez que hay alguna tension cambiaria, practicamente siempre acompañada de movimientos de capitales, los paises comprueban que el ajuste o la adaptacion recae sobre unos y nunca sobre otro determinado miembro del grupo, en estas condiciones, es muy dificil mantener la cohesion. Si ante cualquier turbulencia hay un pais que se niega a participar en los costes de mantenimiento del sistema, sera evidentemente dificil que el sistema cuente con la adhesion generalizada.

Naturalmente los responsables alemanes siempre podran arguir, y seguramente con toda razon, que el mantenimiento del sistema no depende de como se distribuyen las responsabilidades en las intervenciones en los cambios, ni de como se distribuyen los efectos de los movimientos de capitales o de las intervenciones en general, sino del control de la inflacion, del mantenimiento de la estructura de tipos fijos, y, sobre todo, para Alemania, de la coordinacion de las politicas economicas y monetarias de los paises miembros. En el fondo hay que conceder el valor del argumento, pero, en la medida que la mayoría de los paises entienden que "tambien" hay que respetar ciertas

reglas de reparto de los costes, podríamos llamar próximos, de mantener los tipos de cambio, la asimetría es un importante factor disolvente.

Como los episodios de tensiones cambiarias son bastantes frecuentes, la asimetría se convierte en un elemento recurrente de desgaste de la cohesividad. El comportamiento sistemáticamente asimétrico se puede traducir en una situación de conflicto, lo que puede, en un momento determinado de fuerte tensión, hacer explotar un sistema basado en el acuerdo voluntario.

20

Consideremos ahora el caso de un país receptor de capitales del exterior, digamos España estos últimos años, que supongamos que ofrece un diferencial de tasas de interés superior al margen de depreciación esperado para su tipo de cambio, para igual período de tiempo. Supongamos que este país practica una política monetaria sumamente estricta y que, en esta línea, trata de anular los efectos expansivos producidos por la entrada de recursos. La consecuencia es que el país en cuestión seguirá manteniendo el diferencial de tasas de interés y por tanto podrá seguir siendo, en tanto no empeoren las previsiones sobre su tipo de cambio, oferente de activos financieros a los no residentes.

La distorsión que introduce el comportamiento de este último país es igual al correspondiente al país líder pero hay diferencias en la reacción que provocan. Siendo cierta la falta de proporcionalidad en el reparto, que es lo propio de la asimetría, la importancia del problema depende de dos circunstancias. Una de la posición que tiene reconocida el país que se comporta asimétricamente. Tanto si la asimetría es causada por Alemania como como España, en ambos casos hay falta de proporcionalidad. Pero seguramente la sensación de frustración solo es causada por el comportamiento de Alemania, que habiendo asumido el liderazgo está obligada a cuidar especialmente las relaciones con los demás países.

El segundo aspecto es cuantitativo pues la importancia en cuanto a ajustes no realizados estará en función del volumen de recursos que se desplazan hacia el país de comportamiento asimétrico. Si la cuantía de los recursos desplazados hacia Alemania fuese pequeña, el tema, aunque importante en principio, o por ejemplaridad política, tendría poca trascendencia económica. Dado que no es así, la asimetría alemana puede ser muy disolvente para el sistema, en tanto que la de países más pequeños, que movilizan relativamente pocos recursos, no lo es. Dicho de otro modo, cuando los movimientos de capitales se dirijan mayoritariamente a países fuera de la CE, como USA, el tema de la asimetría perderá entidad.

4.6.-Los costes para Alemania del SME

La posición de Alemania respecto al SME es toda una paradoja. Pese a su preferencia por una estrategia diferente, Alemania apoyó el proyecto, y desde luego no cabe duda alguna que de no contar con el respaldo alemán, el SME nunca hubiera visto la luz. Cuando la Comunidad se embarca en el proyecto de establecer una estructura de tipos de cambio fijos, nadie podía ignorar que para la economía alemana había pocas ganancias que obtener y en cambio había unos riesgos clarísimos. Al incluir la economía alemana en el conjunto del resto de países europeos del SME se corría el riesgo de contaminación inflacionista, objeto de abominación histórica para Alemania. Dada la diferencia entre el grado de estabilidad de precios y de fortaleza de la balanza de pagos los riesgos de tener que soportar los movimientos entrantes de capitales y de tensiones revaloradoras sobre el marco eran evidentes.

Comparando los inconvenientes con los posibles y lejanos beneficios, seguramente

políticos, que los responsables alemanes podían prever, el respaldo alemán al SME es admirable, y como decíamos toda una paradoja. Tanto es así que dado que el altruismo no es la norma en los comportamientos económicos y aun menos en los políticos, esta situación paradójica ha motivado que más de un analista se pregunte por los móviles encubiertos que Alemania ha podido buscar a través del SME.

21

Los movimientos de capitales han sido especialmente incómodos porque los flujos se han concentrado repetidamente en dirección alemana. Con los mismos fundamentos cada vez que ha habido tensiones monetarias exteriores a la CE, por ejemplo en el dólar, estas se han manifestado inmediatamente en el marco. Por eso se ha podido argumentar que la exigencia de simetría estaría justificada si la distribución de los movimientos de capitales en el área comunitaria hubiera sido más equilibrada, y que por tanto no hay razón en insistir tanto en ella cuando los movimientos de capitales han sido tan asimétricos.

Al asumir el liderazgo monetario, Alemania ha asumido costes y restricciones. Algunos no son tales desde la óptica germana, como los de renunciar a manipular el tipo de cambio o la de comprometerse a reprimir todo brote de inflación, pero es innegable la limitación de tener que comportarse pasivamente frente a las variaciones de sus agregados de origen externo, así como el relativo a la autonomía para maniobrar con los tipos de interés (nota 4).

Al lado de todo ello Alemania no ha usado su posición para obtener beneficios como los que obtuvo Estados Unidos permitiendo la expansión múltiple del dólar aprovechando su demanda como moneda clave. Todo ello dibuja un panorama que permite entender la postura alemana aunque no permita aceptarla.

En el fondo es que el SME, como todo sistema de tipos de cambio fijos, es una contradicción en marcha. De una parte se pretende con el crear un área cohesionada a través de la estabilidad y de la convergencia, pero de otro los sistemas de esta naturaleza ponen continuamente al descubierto los conflictos latentes entre las conveniencias de la política económica del país con moneda clave y las del resto de los países, sobre todo si los comportamientos y las preferencias de unos y otros países son muy diferentes.

4.7.-La especulación y el SME

Las tensiones en los tipos de cambio no solo se producen por movimientos de capital atraídos por algún diferencial sino que se suelen producir por operaciones en los mercados de capitales que, en sentido propio, no constituyen, hoy, movimiento de capital.

Las mayores y más frecuentes tensiones cambiarias suelen tener su origen en operaciones a plazo o de futuros, de swaps, de opciones, y, en general, a través de los modernos activos financieros derivados. Así en estos últimos meses varias monedas, el franco, la peseta, entre otras, están siendo presionadas para su reajuste a la baja porque hay un gran volumen de operaciones de venta a futuros, en opciones o en otros derivados, en estas monedas.

Estas operaciones no suponen que, en la actualidad, se registren movimientos de capital. El operador contrata una operación que no implica propiamente una inversión, excepto por la relativamente reducida cuantía del depósito y los gastos. Si llegado el vencimiento, o antes si el operador deshace la operación con anterioridad, el

precio de mercado de contado del marco en pesetas, es inferior al precio del futuro, el operador habra perdido dinero, y al revés en caso contrario.

Este tipo de operaciones suelen considerarse especulativas. Muchas de estas operaciones de hecho lo son, aunque ya se sabe que muchas responden simplemente a búsqueda de cobertura.

22

La especulación tiene mala prensa incluso en medios económicos técnicos. Antes de estudiar algunos aspectos de la especulación convendría aclarar de que se trata. La especulación es una actividad con varias características significativas. La primera es que el objeto de la especulación no se destina al uso, ni como consumo ni como input, del especulador. Por el contrario el especulador pretende traspasar, en el momento y condiciones oportunas, traspasar este objeto a terceros, precisamente porque el único objetivo de la especulación es el lograr un beneficio a través de un cambio de posiciones. El beneficio en la operación especulativa se pretende obtener con una operación de compra, seguida de venta, o a la inversa, que permita una diferencia de precios.

En las operaciones especulativas están presentes también otras características, además de las mencionadas. La más característica es de ser planeada en base a expectativas de precios, de venta, o de compra. Otra que el plazo de la operación suele ser corto plazo. Por último en una operación calificable como especulativa la magnitud de la inversión es reducida relativamente a los beneficios, o pérdidas, obtenibles (nota 5).

La mayoría de las operaciones especulativas responden a comportamientos económicamente racionales pues se basan en las expectativas de los precios del activo financiero considerado. Estas expectativas de base pueden ser tanto las expectativas que tiene el mercado, esto las expectativas representativas de la mayoría de los operadores, expectativas que pueden no tener fundamento económico y resultar por tanto falsas, o bien puede tratarse de expectativas racionales en el sentido de la ciencia económica moderna. El operador diseña la operación de modo que, en base a esas expectativas, pueda obtener un beneficio.

Por otro lado, la especulación cumple funciones muy importantes al incorporar los precios futuros a la realidad presente, lo que es un requisito imprescindible para la correcta formación de los precios en los mercados de activos cuya utilidad se desenvuelve a lo largo del tiempo. Por todo ello no es justo descalificar sin más una conducta apelándola especulativa.

Toda operación especulativa, aunque suponga poca inversión, comporta un riesgo de pérdida porque opera sobre la expectativa de un precio futuro que se desconoce. Más de una vez se comete el error de considerar especulativas ciertas operaciones que carecen de riesgo. Este es el caso de las operaciones basadas en información privilegiada, sea de origen privado o público, en las que el operador puede realizar operaciones usando una información que no es de conocimiento público, y que se sabe que, muy probablemente, se cumplirá, adelantándose al mercado. En las operaciones de insider trading no hay riesgo, o riesgo mínimo, ni tampoco se recurre a la formulación de expectativas.

Las operaciones de información restringida son rechazables no solo en base a la no justificación del beneficio obtenible, sino también por los efectos distorsionantes que producen en los mercados. Así como las operaciones de insider deben ser siempre perseguidas, este no es el caso con las operaciones de especulación pura. En la realidad no siempre se está en condiciones de diferenciar una operación de insider de una

operacion especulativa mormalmente porque la primera se instrumentara a traves de una operacion similar a la que usaria el especulador. En el caso de las operaciones en los mercados de divisas, y en particular en las monedas del SME, muy probablemente predominan las operaciones de especulacion pura.

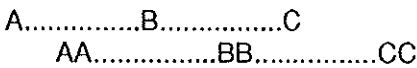
En los mercados de divisas las operaciones especulativas tienen una amplisima presencia. Pueden estar basadas en expectativas sobre tipos de cambio futuros o en previsiones sobre cuales van a ser los tipos de interes que fijen los Bancos centrales, o en las expectativas de cualquier evolucion o medida que pueda afectar a los precios de las monedas. Las operaciones especulativas constituyen un elemento imprescindible de los mercados de divisas, y en general de todo mercado sobre activos financieros.

La CE puede adoptar medidas especificas y excepcionales contra los movimientos de capitales, asi como en relacion a operaciones especulativas, si ponen en peligro grave el funcionamiento del SME, o las economias comunitarias. Pero, en principio, dentro del SME las operaciones especulativas no estan formalmente prohibidas, y son por tanto posibles. El tema que queremos suscitar es el de la posicion del SME respecto a la especulacion, preguntandonos en que medida lo estimula, o frena, y el de cuales son sus efectos.

Todos los sistemas de tipos de cambio fijos incitan a la especulacion porque dichos sistemas implican la presencia activa de un operador que esta siempre obligado a ser comprador o vendedor de una moneda, que es precisamente el Banco Central, o alguna entidad subsidiaria, del pais emisor de la moneda en cuestion. Es mas, en todo sistema de cambios fijos no se trata solo de que siempre hay contrapartida sino de que, ademas, se sabe el nivel de precios que esta obligado a defender. Por tanto todo sistema de cambios fijos esta condenado a ser terreno fertil a la especulacion.

El SME no es exactamente un sistema de cambios fijos y por esto no atrae en igual medida la especulacion. El hecho que los tipos bilaterales puedan deslizarse en un sentido un otro dentro de una banda alrededor de un tipo central, y que cuando se reajusta el cambio de una moneda lo que se hace es variar el tipo de cambio central, actua como mecanismo desincentivador de la especulacion. Dentro del SME, incluso si las operaciones especulativas triunfan, es decir si consiguen que el tipo central de una moneda se devalue, el caso se explica igual para una revaluacion, los especuladores no siempre ganan dinero, lo que sin duda actua como elemento disuasorio.

Supongamos que la situacion de partida el cambio central esta en B y que la banda se situa entre A y C, estando el cambio efectivo en algun punto entre B y C, digamos O. Supongamos que la moneda no resiste, que hay devaluacion y que el cambio central se rebaja, pasando al nuevo punto BB, estando la nueva banda central entre AA y BB. Si tras la depreciacion el cambio efectivo se mantiene alrededor de OO, lo que es muy posible, los especuladores no habran obtenido beneficios.



La existencia de una banda de fluctuacion frena la especulacion que no puede ser ni tan unidireccional ni brutal como puede serlo en un sistema de tipos fijos pero reajustables. Pero el SME sigue siendo un sistema que favorece y estimula la especulacion porque implica la existencia de unas entidades financieras empeñadas en mantener un cambio lo que les obliga a estar casi siempre de contrapartida

El otro elemento favorecedor de la especulacion son las facilidades que al respecto conceden los modernos mercados de capitales. La variedad permitida de operaciones

posibles en estos mercados es muy grande, el objeto de estas operaciones puede ser cualquier moneda de importancia, los costes de las operaciones son reducidos y estas operaciones permiten obtener grandes resultados, en un sentido u otro, con una base de inversión muy reducida.

En principio esta característica no es achacable al SME porque todas las monedas, y no solo las comunitarias, se benefician o se ven afectadas por la enorme extensión operatoria que permiten estos mercados de capitales. Pero en otro sentido cabría relacionar esta situación con el SME. El extraordinario desarrollo de los mercados de capitales, que son sobre todo anglosajones, es, en parte, una evolución exógena al SME, pero no hay ninguna duda que el SME ha sido un poderosísimo estímulo para que la modernización y ampliación de los mercados de capitales europeos.

Supongamos que, en un momento determinado, un gran volumen de operadores coinciden en vender a plazo, o a futuros, una determinada moneda. ¿Que puede hacer la autoridad monetaria correspondiente?. Si muchos operadores estuviesen dispuestos a vender pesetas a futuros a un cambio de 90 pts marco, el Banco de España se situaría como contrapartida comprando (nota 6). La primera línea de resistencia son las reservas internacionales disponibles en el momento de cancelar la operación, y a continuación estarían las líneas de crédito que las instituciones financieras propias del SME, como el FECOM, u otros bancos centrales comunitarios, pudieran conceder.

Los tipos de cambio al contado y los tipos a futuros están ligados a través de las tasas de interés de los dos países según las relaciones de paridad, a las que hemos aludido en páginas anteriores. En principio, dados los tipos de cambio, spot y a futuros, si hay alguna inconsistencia, el ajuste se produce a través de las tasas de interés. Pero sucede, con más frecuencia de lo conveniente, que las tasas de interés se mantengan por las autoridades económicas nacionales en niveles incompatibles con los valores que los mercados de divisas dan a los tipos de cambio, en cuyo caso la inconsistencia lleva a reajustar los tipos de cambio. Si los mercados encauzan el ajuste a través de operaciones de futuros, su modificación arrastrará al tipo al contado.

Si muchos operadores coinciden en vender a plazo o a futuros una moneda, ese precio a plazo, o a futuros, que estará en línea con el tipo de cambio esperado (TE), puede crear una tendencia generalizada bajista que se puede convertir con facilidad en una baja efectiva del cambio porque las expectativas bajistas, puestas de manifiesto por el volumen de ventas a plazo, pueden generalizar las expectativas y fomentar ventas adicionales de operadores o inversores hasta el momento ajenos a la tendencia.

A la luz de lo anterior parecería que una gran afluencia vendedora, o compradora, contra cualquier moneda, incluidas las que están respaldadas por buenos fundamentos económicos y con un cambio correcto, no podría ser aguantada por las reservas y apoyos financieros con que cuenta el correspondiente Banco Central, y por tanto terminaría inevitablemente en la depreciación.

¿No podría la autoridad monetaria o reforzar la posición de la moneda amenazada subiendo los tipos de interés?. Es importante percatarse que la eficacia de los tipos de interés, aunque existe, es mucho más limitada que en relación a las operaciones de contado o a los movimientos de capitales. En los actuales mercados de capitales, dada la accesibilidad, baratura y poca inversión necesaria para operar en divisas, la manipulación de los tipos de interés por las autoridades monetarias ha perdido parte de su efectividad en relación a las operaciones de futuros, opciones, etc.

La influencia de las tasas de interés en la rentabilidad de las operaciones en activos financieros derivados es limitada. La vía de influencia más general actuaría a través

del coste de las operaciones de arbitraje, pero luego, a nivel de cada activo derivado concreto, las posibilidades de incidencia de las tasas de interes son reducidas.

Fijandonos, por via de ejemplo, en las operaciones a futuros, esta influencia operaria a traves de la actualizacion diaria del precio de los contratos, y, quizas, a traves del deposito. Hay que advertir que la influencia de las tasas de interes en la actualizacion diaria de los contratos depende, a su vez, de la variabilidad de las cotizaciones, y que, en todo caso, esta actualizacion se traduce en redistribucion, unos participantes pierden lo que necesariamente ganan los participantes que han realizado la operacion de signo opuesto, todo lo cual conduce a pensar que la manipulacion de las tasas de interes no debe ser un buen instrumento para impulsar o frenar estas operaciones de futuros.

25

En los mercados de divisas los operadores se situan en una moneda y rehacen frecuentemente su posicion, normalmente dia a dia, especulando con la oscilacion probable de un dia a otro. Aunque la variacion prevista sea muy reducida, la subida de tipos de interes no suele ser bastante para actuar como factor disuasorio.

Imaginemos que se espere una subida de los tipos de cambio, o una bajada de los tipos de interes, produciendo una ganancia del 0,1 por mil en un solo dia. Dado que la base de inversion de los contratos a plazo o de futuros es muy baja, esa ganancia representara un porcentaje del capital invertido mucho mayor. Por tanto para compensar negativamente los efectos de la pequena variacion del tipo de cambio las autoridades economicas deberian desplazar muchisimo los tipos de interes anuales.

Si las operaciones especulativas no pueden ser contrarrestadas con los medios ordinarios, y si pueden forzar el cambio de casi cualquier moneda, pareceria que el caso contra la especulacion estuviera servido. Si ademas podemos suponer que la eleccion de la moneda sobre la que los especuladores deciden operar es caprichosa, o simplemente aleatoria, las tensiones cambiarias podrian ser achacables a los perversos especuladores.

Esta forma de presentar los hechos se prodiga despues de una realineacion de los tipos de cambio, y estas o parecidas historias son presentadas como una descripcion, incluso por las propias autoridades economicas, naturalmente las de las monedas perjudicadas, pero suelen ser una descripcion capciosa y falsa.

Es cierto que que el SME se presta a la especulacion, es cierto tambien que los mercados de capitales ofrecen muchas facilidades para operar, y es cierto igualmente que si una mayoria de operadores concentran cuantiosos recursos contra una determinada moneda, esa moneda normalmente no podra resistir, al igual que no podria resistir ningun banco contra una demanda generalizada de reembolso de sus depositantes.

Pues bien, aun siendo todo innegable lo anterior, los reajustes a que se han visto forzadas algunas monedas comunitarias en los ultimos tiempos no pueden imputarse en bloque a la malignidad de los especuladores. Esta es una historia, las mas de las veces engañosa, que no incluye todos los personajes del reparto. Para una apreciacion justa hay que tener en cuenta primero que no todos los sistemas monetarios internacionales se prestan igual a la especulacion, segundo, a si el precio de mercado de cada moneda es congruente o no con sus fundamentos economicos, y tercero a si hay diferencias entre las monedas.

A las características de los sistemas monetarios y a de que modo pueden alentar la especulacion ya nos hemos referido. Todo sistema de cambios fijos, y en menos medida

los dotados de alguna flexibilidad, están en el punto de mira de los operadores de los mercados financieros porque constituyen una tentación constante. Si se desea además que en los mercados prime la racionalidad, que los precios de los activos financieros sean el resultado de múltiples operaciones que hayan agotado las posibilidades de arbitraje, y que los mercados sean informacionalmente eficientes, si hay mercados internacionales de divisas, nadie puede en principio oponerse a estas operaciones, al menos desde una óptica económica. Si por alguna razón se desea que no existan, la única solución radical consistiría en optar por un sistema de cambios que no tenga ninguna garantía pública de precio.

El tipo de cambio a largo plazo de la divisa de un país se relaciona de una parte con el estado de la balanza de pagos, con el nivel de la inflación, con la competitividad internacional de dicho país, y de otra con la política monetaria que se venga aplicando, y en general con el historial de responsabilidad y realismo que hayan desplegado sus autoridades económicas.

Los fundamentos económicos del tipo de cambio de una divisa están primero en los datos de su balanza de pagos, en la situación de la demanda de esa divisa en los mercados, y en la adecuación de ese tipo de cambio con el equilibrio económico interno, es decir la inflación y el paro. El segundo elemento a considerar es el tipo de interés vigente y su congruencia con el tipo de cambio y a su vez con el equilibrio doméstico. El tercer elemento a tener en cuenta es la política económica practicada, especialmente la política monetaria, los resultados obtenidos, así como el grado de credibilidad de la actual política económica, o bien la existencia de expectativas creíbles de cambio.

En todo ejercicio de determinación de los valores fundamentales juegan un papel principalísimo las expectativas, las previsiones de futuro. No se determina el precio fundamental en función del saldo de su balanza de pagos, o de la serie temporal de saldos, sino que siempre habrá que incluir las previsiones o expectativas de los operadores y participantes sobre su evolución futura. Y exactamente igual respecto a sus tipos de interés, a su tasa de inflación, a sus políticas económicas y monetarias, etc.

Los mercados financieros, es decir el conjunto de operadores y participantes en dichos mercados, establecen el valor del tipo de cambio fundamental en base a relaciones del tipo de las anteriores, aunque esto no implica que la determinación del cambio fundamental se realice necesariamente en base a cálculos complicados, a modelos econométricos, o a informaciones exhaustivas. En estos mercados, como en todos, los precios se suelen formular en base a la experiencia y a la intuición, pero juega a su favor el que las posiciones se rehacen continuamente, quizás en base a cálculos técnicos, corrigiendo sobre la marcha los errores.

Pues bien, un segundo elemento explicativo de la especulación es la consistencia o no entre la cotización de una divisa y sus fundamentos económicos. Cuando el precio no es consistente es muy probable que las operaciones especulativas se encargaran de corregir la inconsistencia forzando la devaluación, o la revaluación. Los reajustes suelen ser el capítulo final de una historia de éxitos no anticipados o de promesas incumplidas.

Sin embargo, y esto puede resultar chocante a primera vista, la situación inversa no garantiza la ausencia de especulación. Cuando la cotización de una moneda se corresponde con lo que el mercado entiende es su valor fundamental, esta moneda puede perfectamente ser objeto de operaciones especulativas. Como veremos esto

guarda relacion con la situacion diferencial de las monedas.

La ausencia de especulacion tampoco esta relacionada con la fortaleza o no de los fundamentos. Una moneda con fundamentos debiles, si el precio es consistente, puede permanecer alejada de la especulacion, en tanto que otra con solidos fundamentos puede ser objeto de ella si la cotizacion esta por debajo del precio fundamental.

27

El tercer elemento a tener en cuenta es que la especulacion necesita del hecho diferencial. Si todas las economias fuesen iguales, tuviesen iguales resultados con parecidos medios, y, de cara al futuro, ofreciesen, iguales perspectivas, la especulacion careceria de sentido. Exactamente igual sucede con los activos financieros, y por tanto con las divisas. Si todas las divisas ofreciesen igual rentabilidad, y, esto es basico, lo ofreciesen con igual grado de probabilidad subjetiva, es decir si el mantenimiento o logro de esa tasa de rentabilidad fuese esperado o creido con igual intensidad por todos, no habria operaciones especulativas.

La influencia del hecho diferencial en la aparicion o no de operaciones especulativas aparece de muchas maneras. Por ejemplo en relacion a las expectativas. Si las expectativas de rentabilidad de la inversion en una divisa son mejores, o peores, que en el resto, este hecho diferencial impulsara la especulacion. De igual modo cuando hay diferencias entre la credibilidad de las autoridades economicas de unos paises y otros, esta diferencia motivara movimientos de capitales y operaciones especulativas. En la misma linea, si la cotizacion de alguna moneda se corresponde con sus fundamentos economicos, en tanto que esto no sucede con otras monedas, el hecho diferencial movera a la especulacion (nota 7).

En general las operaciones especulativas son perfectamente racionales y aprovechan los huecos que puedan existir entre el precio presente y el precio futuro, entre las realidades presentes y las promesas futuras de las autoridades. La eleccion de las monedas objeto de especulacion no es caprichosa ni aleatoria sino que depende primero de la adecuacion con los fundamentos economicos de su cotizacion, y segundo de la existencia de diferencias no corregidas por el arbitraje.

Las operaciones especulativas basadas en la posible revaluacion de una moneda no se dirigen a cualquier moneda sino solo a aquellas que tienen una base solida, cuya moneda cuenta con una demanda excedente, normalmente porque tiene una balanza de pagos superavitaria. Sobre la base de la existencia de una moneda en la que pesan mas las demandas de mercado que las ofertas, sobre esa moneda, y no sobre otras, se dirigiran, si se dan otras circunstancias propicias, las operaciones especulativas. Por tanto si al final la revaluacion se produce, esta no sera consecuencia de una eleccion caprichosa o maligna sino de una situacion preexistente. Exactamente igual sucede cuando hay una depreciacion. Los especuladores puede que hayan servido para empujar una situacion de partida que ya existia. Si alguien camina por el borde de un precipicio es facil que se caiga.

Por otro lado la especulacion esta motivada por el hecho diferencial. Solo las monedas en las que la situacion economica y financiera de partida es extrema, tanto en sentido negativo como positivo, son las monedas a las que prestaran atencion los especuladores. En general las monedas con un comportamiento y unas perspectivas tibias nunca suelen ser objeto de interes de las operaciones de especulacion. Una buena regla si se quiere evitar la especulacion, es pasar desapercibido.

Hemos querido prestar una atencion especial a la especulacion porque en estos momentos de tensiones cambiarias en muchos paises, entre ellos el nuestro, se esta tratando de desviar las responsabilidades de los reajustes, lease devaluaciones, hacia

la especulación, tratando de justificar lo injustificable.

Las referencias a la especulación como causa de las realineaciones producidas en el SME suelen ser engañosas. A lo sumo las operaciones especulativas pueden haber sido el toque último pero los antecedentes causales suelen estar ahí, previos a la especulación. Es en este sentido como hay que entender las expresiones de que el mercado siempre tiene razón, o de que los mercados financieros siempre triunfan cualesquiera sean las barreras.

28

Para restablecer los argumentos a su justa dimensión hay que completar lo dicho con al menos dos observaciones. Suele haber problemas de información y de interpretación de la misma. Los mercados, esto es el conjunto de los participantes, no tienen bula de exactitud porque no se puede garantizar que la información será suficiente ni que la interpretación será siempre la correcta. Por tanto la impresión del mercado de que el precio de una divisa determinada no se corresponde con los fundamentos de su economía puede ser un juicio incorrecto, y por tanto puede que a veces alguna divisa sea infundadamente objeto de operaciones especulativas.

En segundo lugar también hay que admitir que los efectos de la especulación no siempre están justificados porque no siempre las operaciones especulativas empujan a los precios en la dirección correcta. La especulación puede ser desestabilizante y puede llevar los precios hacia posiciones cada vez más desviadas de sus precios fundamentales. Hay demasiadas experiencias recientes en los mercados especulativos como para sustentar opiniones comodamente optimistas sobre la bondad de los ajustes automáticos de los mercados. Las operaciones especulativas, como todas las basadas en información incompleta o sobre estimación de lo que será el futuro, pueden conducir a precios exagerados, y, lo que es peor, a precios crecientemente divergentes de la realidad. El análisis económico ha reconocido esta realidad a través del estudio de procesos de formación de los precios de activos, en presencia de especulación, en los que los precios pueden seguir una senda convergente o bien una senda continuamente explosiva.

5.- EL PROYECTO DE UNIÓN MONETARIA

5.1.- Consideraciones generales

Desde sus propios inicios el proyecto comunitario, al menos en la mente de sus creadores, tenía como fin la constitución de una gran unidad política europea. No significa esto que haya habido una general coincidencia política entre las autoridades y los gobiernos de los países miembros. Ni siquiera Alemania y Francia, la esencia de la CE, han compartido todos los proyectos políticos a lo largo de estos años, basta repasar todas las dudas y resistencias hacia una política militar de defensa común.

Todavía menor coincidencia ha habido sobre la forma que debería asumir esa unidad política común, aunque, por la fuerza de los hechos, de lograrse, debería tratarse de alguna forma federal, aunque tampoco esta solución sería fácil porque, aunque todos los países miembros han adoptado sistemas democráticos, la actual CE incluye formas de Estado muy distintas, hay 6 monarquías y 6 repúblicas.

Desde el primer informe de peso, el informe Werner de 1970, la CE ha venido tratando de avanzar en la ruta de la unificación política a través de acuerdos de armonización en lo económico. Asimismo la CE ha adoptado una táctica gradualista en la que el avance se realizaría en fases sucesivas. El Tratado de la Unión Europea de Febrero de 1992, firmado en Maastricht, que como se sabe todavía esta pendiente de

ratificación (nota 7) por algunos países miembros, sigue estas mismas líneas.

Según el texto final del Tratado de la Unión Europea, desde ahora TUE, el objetivo básico es la creación de una Unión entre los pueblos de Europa, artículo A, quedando este objetivo más precisado en el artículo B al decirse que se pretende establecer "una unión económica y monetaria, que implicara, en su momento, una moneda única". La clave para entender cuál es el contenido de este Tratado es justamente la referencia a la creación de una unión "monetaria". Todas las ventajas pero también todas las dificultades y limitaciones del actual proyecto radican precisamente en la estrategia elegida de establecer una economía monetaria única para todos los países miembros de la CE.

29

Las diferentes propuestas que se han venido haciendo, tanto desde el mundo académico como desde foros políticos comunitarios, para orientar la CE hacia la formación de una Europa políticamente única, se han recibido siempre con el escepticismo con que se recibe lo que se considera que carece de realismo político. Esta actitud sufrió un cambio inesperado cuando Mitterrand decidió apoyar a Kohl, después de la caída del muro de Berlín, y se propusieron dar corporeidad al informe Delors.

El desmoronamiento de la URSS y la necesidad y/o conveniencia de aprovechar el momento para conseguir la aceptación de una nueva Europa en el nuevo mapa político europeo, así como la anticipación, especialmente por parte alemana, de que el logro de su ansiada unificación política le podría costar la pérdida de su ejemplaridad económica, y que, por tanto, iba a necesitar de un apoyo y colaboración del resto de miembros mayor que en la situación anterior, han debido ser, con toda probabilidad, algunas de las razones políticas para relanzar el proyecto Delors.

Es seguro que también han debido pesar conveniencias económicas. Las economías europeas arrastran desde finales de los 80 una economía desfallecida, sin muestras de reaccionar con rapidez y vigor. Hay una sensación de desgaste y desencanto ante las terapias, repetidamente ensayadas en la mayoría de los países miembros, de política económica ancladas en la potenciación de la actividad pública.

La búsqueda de fórmulas nuevas, o al menos redimensionadas, han llevado a recuperar clásicos esquemas de economía de mercado en los que la competitividad, la estabilidad de precios, la ausencia de compartimentos protegidos y la apertura internacional, en el nuevo marco de un mercado auténticamente único de gran dimensión, pueden dar un nuevo impulso creador al desarrollo económico europeo.

Es probable que, en la sensación de urgencia que uno percibe en torno a la Unión europea, este pesando, incluso más que los beneficios futuros, algo difusos e inconcretos del mayor mercado único, el creciente desasosiego monetario europeo. Los datos del marco monetario europeo se han modificado muy profundamente en estos últimos años. La estabilidad de precios ejemplarizada por Alemania, que permitía plantear una estrategia de reducción del desempleo a partir de la firmeza contra la inflación, ha ido disolviéndose perdiendo rigor y firmeza, empezando por la propia Alemania.

A esta reaparición de la inflación donde era impensable que apareciese, se ha unido como elemento nuevo, la inmersión de la economía europea, y la mundial, en un mundo donde no hay fronteras para los capitales y los recursos financieros. El rapidísimo desarrollo de los mercados financieros, en paralelo a la liberalización casi total de los movimientos de capitales, ha sido todo un revulsivo para los clásicos esquemas de mercado que, aunque basados en la libertad de movimientos, estaban huérfanos de experiencia relevante

Este nuevo marco, una inflación que no está contenida y que aflora en centros de tradicional estabilidad unida a la libertad total de movimiento de capitales, ha creado dificultades al SME. En este nuevo orden, la parrilla de paridades cuya defensa tiene encomendada el SME es menos factible, los tipos son más inseguros y mucho más sensibles a la especulación.

La pluralidad de tipos de cambio (semi)fixos es un factor específico de dificultad. Cuando hay varios tipos (semi)fixos la especulación dispone de la posibilidad de escoger entre las monedas cuyos fundamentos son más precarios. La pluralidad de monedas de que se compone el SME multiplica las posibilidades de que el sistema se vea afectado.

Cuando una moneda es forzada a reajustarse, seguramente con razón porque se trataba de una moneda cuyos fundamentos económicos no respaldaban su anterior tipo de cambio, este reajuste puede provocar un efecto arrastre sobre otras monedas del sistema. La repercusión a veces puede estar económicamente justificada, por ejemplo tratándose de monedas entre las que hay relaciones de sustitución, pero otras veces es más discutible. Asimismo, el reajuste de alguna de las piezas de un sistema organizativo basado en la negociación entre los miembros, como es el SME, puede dar pie para que las autoridades económicas de algún país miembro aprovechen la oportunidad de retocar su tipo de cambio para recuperar, indebidamente, posiciones perdidas.

La pluralidad de monedas tiene sentido si esa pluralidad constituye una estructura, esto es, si esa pluralidad cuenta con alguna moneda de referencia a partir de la cual sitúa sus cambios. Desde que el marco alemán ha perdido su condición de ancla de estabilidad, el sistema está sometido a una inestabilidad que puede iniciarse en múltiples frentes. Y una vez iniciados los reajustes se puede generar un efecto arrastre múltiple contradictorio con los objetivos del SME creado precisamente para dar estabilidad y continuidad al sistema monetario internacional.

Desde esta perspectiva es casi inevitable desembocar en proyectos como la Unión económica y monetaria articulados en torno a una moneda única común. Si esa Unión consigue poner en pie una política monetaria y presupuestaria común, y si las condiciones de precios y costes resultan manejables y se mantienen dentro de unos límites de uniformidad y estabilidad, en ese caso la sustitución de una pluralidad de monedas por una sola puede reducir el peligro de ser afectada desde distintos ángulos por operaciones en los mercados internacionales de divisas.

Este argumento a favor de una moneda única, aunque no deja de tener fuerza, es incompleto por al menos dos razones. Una es que la nueva moneda europea se situará en un nuevo plano quedando sujeta a una mayor competencia y a unas influencias más acentuadas de monedas como el dólar estadounidense o el yen. En la situación anterior los movimientos y los fundamentos del dólar se trasladaban sobre todo a través del marco, y de la libra, quedando amortiguadas sus repercusiones en el resto de los componentes del SME. Con una moneda única europea todas las economías regionales percibirán con mayor generalidad y rapidez las principales incidencias de las economías monetarias americanas y japonesas.

Veamos la segunda objeción. Cuando el tipo de cambio entre dos monedas es absolutamente fijo, a casi todos los efectos, incluso manteniendo autoridades monetarias y financieras diferentes, es como si los dos países funcionaran con una moneda única común porque el respeto a ese tipo de cambio común impondrá unas actuaciones monetarias y financieras congruentes con el mantenimiento del cambio

comun.

Por eso la opción por la moneda única como escape a la multiplicidad de vías de indeseada repercusión externa tiene sentido si esa multiplicidad de monedas ha ido evolucionando hacia una estructura razonablemente estable. Una vez que las diferentes monedas europeas hayan estabilizado sus respectivos tipos bilaterales de cambio, el paso siguiente podría ser cristalizar esa estructura. Pero si la situación de partida, como en la actualidad, es de profundas tensiones y de recurrentes reajustes de las paridades, el propósito de pasar a una moneda común carece, momentáneamente, de base.

31

La objeción de fondo al SME es que es un sistema de cambios (semi) fijos, y todo sistema de tipos de cambio fijos constituye una tentación irreprimible para los miles de operadores que buscan minuto a minuto obtener ganancias en unos mercados de capitales libérrimos, prácticamente unificados con unas amplísimas posibilidades de comunicación y de interacción operativa.

Un sistema que pretende garantizar el precio de algo, en este caso una divisa, actuando de garante unas entidades públicas, es, económicamente, una provocación. Si un Banco central se compromete a defender un tipo de cambio a un precio preestablecido, es imposible impedir que, cuando las circunstancias sean propicias, es decir cuando el valor de garantía sea superior al valor de mercado, se inicie una carrera vertiginosa por los primeros puestos para aprovechar las ventajas de una contrapartida pública, a sabiendas que los últimos saldrán perdiendo.

El mantenimiento de cualquier sistema de tipos fijos es muy difícil en las condiciones de facilidad y baratura que ofrecen los mercados internacionales de divisas, contra los que las reservas internacionales y las posibles ayudas internacionales solo pueden actuar como barrera transitoria para ganar tiempo. Si los fundamentos económicos de algunas divisas no son sólidos, entonces el mantenimiento de un sistema de tipos fijos es una empresa imposible. Al final siempre ganan los mercados.

5.2.- La moneda única y las autoridades monetarias

La Unión monetaria será una realidad cuando se hayan producido una serie de cambios institucionales que a su vez tendrán ciertas implicaciones en el ámbito económico.

En una unión económica habrá una única moneda que tendrá todas las características usuales del dinero. Asimismo habrá una única autoridad monetaria, competente para su emisión, que regulará los objetivos intermedios al servicio primordial de la estabilidad de precios y del tipo de cambio. En esa Unión se integrarán todos los países miembros a costa de perder parte de sus competencias soberanas. Y en el futuro los países miembros pasarán a ser partes de ese futuro Estado europeo.

La autoridad monetaria podría estar constituida por representantes de los actuales Bancos centrales. En realidad esto es lo que está previsto en el Tratado de la Unión Europea, de ahora en adelante TUE. Las normas relativas a la política monetaria aparecen recogidas en los Protocolos números 3 y 4 del TUE y, básicamente, en los artículos 102 a 109 del Título VI del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea tras su modificación por el TUE.

En el Protocolo número 3 se establece que, llegada la tercera fase, habrá una autoridad monetaria que se denominará Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), del que dependerá el Banco Central Europeo (BCE). El SEBC tomará decisiones y actuará a

traves de un Comité Ejecutivo y de un Consejo de Gobierno.

Seguramente la mayor influencia en la definición de la política monetaria la tendrá el Comité Ejecutivo. Este estará compuesto por 6 miembros independientes nombrados por común acuerdo de los gobiernos de los Estados miembros entre personas de reconocido prestigio y profesionalidad. A su vez, el Consejo de Gobierno estará integrado por los 6 del Comité más los Gobernadores de los bancos centrales nacionales. Los acuerdos de este último se tomarán, en principio, por mayoría simple. Si los actuales 12 miembros formasen parte de la Unión, dicha mayoría se lograría con los 6 miembros del Comité más los votos de solo 4 Gobernadores

32

La existencia de una única moneda, sea el ECU u otra moneda equivalente, no es, contra lo que a veces se piensa, un requisito absolutamente imprescindible. En la futura Unión podrían seguir existiendo marcos, liras o pesetas. Sería perfectamente posible que continuaran circulando los antiguos billetes, normalmente con alguna mención a su posible conversión en otros billetes europeos, de modo que los billetes serían diferentes "formatos" o presentaciones de la misma y única moneda europea.

En la futura Unión Europea podrían seguir usándose las actuales monedas nacionales. Esto es perfectamente posible a condición de que los tipos de cambio bilaterales sean absolutamente inamovibles. Esta es la pieza clave de la futura Unión Europea. Si las pesetas se pudieran cambiar por marcos, y los marcos por liras, a unos cambios que siempre fueran los mismos, el funcionamiento económico resultaría prácticamente idéntico a si existiera una moneda única (nota9).

Sin embargo la existencia de varias monedas ilimitadamente intercambiables podría presentar algunos problemas. Los cambios en las cotizaciones de la futura moneda europea se originarían frecuentemente en operaciones, especulativas o no, en activos financieros y en movimientos de capitales. Si en el sistema se siguen usando diferentes monedas, esto permitiría saber a través de que monedas se han instrumentado las operaciones financieras. Si esto fuera así se podrían reavivar alguna de las actuales complicaciones del SME, tales como las relativas al reparto de cargas en el mantenimiento del cambio, así como las inseguridades que presenta el actual mecanismo de negociación colectiva de toda realineación.

Con todo, el problema más grave que presenta la pluralidad de monedas ilimitadamente intercambiables a un tipo proclamadamente inamovible es la dificultad de garantizar que, en el futuro, pase lo que pase, las actuales relaciones de intercambio seguirán siendo las mismas. Por eso el TUE prevé que la meta final es la introducción de una moneda común, el ECU, lo que tendrá lugar en la tercera fase. Según el TUE, artículo 109.J.3 del Tratado de la CE la fecha de comienzo de dicha tercera fase la fijará, por mayoría calificada, el Consejo de Jefes de Estado o de Gobierno que se reunirá a tal efecto antes del 31 de diciembre de 1996.

En dicha tercera fase es cuando se introducirá dicha moneda única, y cuando operarán el SBCE y el BCE, que actuarán a través del Consejo y Comité antes mencionado. Pero en la segunda fase todavía no existirá la anterior organización. En esta segunda fase, que el TUE establece taxativamente, artículo 109.E del Tratado modificado de la CE, que se iniciará el 1 de Enero de 1994, funcionará un recién creado Instituto Monetario Europeo que preparará el acceso a la tercera y definitiva fase. Sobre este IME puede verse el Protocolo número 4 y varios apartados del mencionado artículo 109.

5.3.- Apertura y liberalización general de los movimientos de recursos

En la futura Unión Europea, tras una etapa transitoria en la que se tratara de hacer realidad la fijeza irrevocable de los tipos de cambio bilaterales, artículo 3.A del modificado Tratado de la CE, se introducirá la moneda única. Antes de llegar a esta fase final, la CE debe asegurar que la apertura intracomunitaria al movimiento de recursos sea total.

33

Los recursos humanos y financieros deben gozar de plena libertad de moverse de un país miembro a otro antes que entre en vigor la moneda única, porque de otro modo la unidad de moneda y de autoridades monetarias tendría escaso sentido económico. La liberalización es un requisito pero, por otro lado, es también una consecuencia porque la efectiva implantación de una moneda común terminará por barrer cualesquiera restricciones que pudieran persistir.

El modificado Tratado constitutivo de la CE, artículo 73, establece que antes del 1 de Enero de 1994 habrá libertad total de movimiento de capitales no solo entre países miembros sino también entre estos y terceros países. El principio aplicado es el de la libre circulación de capitales, incluyendo los que supongan inversiones directas, el establecimiento y prestación de servicios financieros así como la admisión de valores mobiliarios en los mercados organizados de capitales.

No obstante la CE admite la persistencia de las excepciones existentes a 31 de Diciembre de 1993 como máximo hasta finales de 1995. Igualmente en el artículo 73, y de cara a posibles movimientos excepcionales que pongan en peligro el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria, la CE retiene la capacidad de introducir medidas restrictivas que, curiosamente, en el articulado se identifican como medidas respecto a terceros países en lugar de como medidas respecto a cierto tipo de actividades o a ciertas clases de operaciones.

La libertad de establecimiento y de prestación de servicios, en sentido general, es uno de los principios reconocidos en el Tratado de Roma, aunque, como es sabido, la aplicación y desarrollo de este principio ha sido bastante más lento que en el ámbito específico de los servicios y actividades financieras. Asimismo figura, desde su redacción original, en el articulado del Tratado, la libertad de los trabajadores y profesionales para el ejercicio de su actividad en cualquier país miembro. Todas estas libertades tendrán que ser vigorosamente impulsadas para que a ser una realidad en la futura CE con moneda única.

5.4.- Alineación de precios, remuneraciones y costes.

Sin prejuzgar la configuración política de la Unión, a efectos del análisis económico de la nueva unidad, podemos considerar a los países miembros como equiparables a "regiones".

En la futura Unión Económica y Monetaria todos los precios deberían situarse en niveles equiparables, es decir el nivel de precios en todas las "regiones" de esta Unión debería ser único. Este resultado es homólogo al que se produce interregionalmente a nivel de una economía nacional. Entre las regiones de los actuales países miembros hay una práctica equiparación de precios, y remuneraciones, que es el resultado de las prácticamente iguales posibilidades de provisión de bienes y servicios en todo el territorio, así como de la movilidad de recursos, de la libertad de establecimiento y de prestación de servicios, y de usos y normas institucionales tales como los convenios colectivos a nivel nacional.

La existencia de un nivel de precios uniforme en toda la Union, aun admitiendo minimas diferencias entre los paises miembros, es una consecuencia necesaria de la configuracion de la Union como un mercado monetariamente unificado. Con una moneda unica, si no existen barreras al trafico y al comercio de mercancías y servicios, si hay libertad de establecimiento, la consecuencia logica es la existencia de un nivel de precios uniforme en todo el territorio. Tambien debe contribuir, y mucho, a la igualacion de los precios el que la preocupacion prioritaria de las autoridades monetarias de la Union sea evitar la inflacion. Siendo esto asi, estas autoridades frenaran las desviaciones de los niveles regionales de precios. Lo que impulse el nivel general debe, en principio, favorecer la igualdad de los precios relativos.

La igualdad de precios de las mercancías en gran parte se ha producido ya a nivel de la CE, y esta tendencia se intensificara muy rapidamente con la moneda unica. En el caso de los precios de los servicios, la igualacion se ira produciendo, como es normal, de forma mas lenta y limitada.

Por lo que respecta a las remuneraciones, en la medida que no existan trabas a la movilidad, ni a la libertad de prestacion de servicios, ni al ejercicio de las profesiones entre los distintos paises miembros, y en la medida que tanto las prestaciones sociales como las cargas fiscales sean equiparables, el nivel de las remuneraciones debe ser uniforme en toda la Union.

Sin embargo hay que contar que el salario nominal es solo una parte de la remuneracion total. Esta ultima incluye la fiscalidad, las prestaciones sociales, el acceso a la vivienda, las condiciones de trabajo, la familiaridad con el entorno, etc. Por tanto, incluso suponiendo que los trabajadores y profesionales no opongan resistencia alguna a la movilidad geografica, lo que no es realista, puede que se iguale la remuneracion, pero persistiran diferencias en los salarios nominales si hay diferencias en los demas componentes.

En el caso de los servicios, y de algunas profesiones, dadas las características de los mismos, tales como la personalizacion, la reducida competencia, las facilidades de evasion fiscal, etc, las posibilidades de que, durante bastante tiempo, se mantengan en la CE las diferencias en las remuneraciones son altas.

A favor del mantenimiento de diferencias en las remuneraciones, y en los salarios, juegan las conocidas imperfecciones en los mercados de trabajo. La oferta de trabajo no aprovecha todas las oportunidades que se le ofrecen, y suele ofrecer resistencias a la readaptacion.

No basta con reconocer legalmente la igualdad de oportunidades de todos los trabajadores ni con eliminar las limitaciones que puedan existir para la practica de una profesion o para el reconocimiento de una titulacion. Los textos comunitarios ya reconocen estos derechos aunque queda bastante para que su pleno reconocimiento legal y efectivo.

Se puede avanzar mucho todavia en la reglamentacion para despejar restricciones, se puede avanzar muchisimo en la homologacion de los sindicatos y en las reglas de determinacion de los salarios, en el capitulo de la igualdad de las prestaciones sociales y en general en la igualacion de todos los componentes de las remuneraciones, no olvidando fomentar siempre la informacion. Incluso despues de todos estos progresos legales seguira habiendo margen para una cierta desigualdad en los salarios nominales.

Mas que la tendencia a la igualacion de los niveles, lo que seguramente se producira en el seno de una futura Union Monetaria sera una tendencia a la igualdad de las tasas de

crecimiento de los salarios nominales.

Dado que la estabilidad de los precios sera el punto de apoyo de toda la accion politico economica de las autoridades en la CE, lo mas probable es que se favorezca una evolucion paralela de los costes, empezando por los salariales. Hoy dia existen importantes diferencias en los esquemas para la determinacion de los salarios entre los actuales paises de la CE, tambien la hay en las orientaciones y funcionamiento de los sindicatos, en la extension del sector publico, todos ello factores de de la determinacion de los salarios. Por ello, en tanto se produce la aproximacion institucional, lo mas probable es que las autoridades traten de lograr la igualdad de las remuneraciones en su evolucion dinamica.

35

Pasemos a los costes. En el caso de los costes de los recursos financieros su igualacion ira en paralelo al avance en la liberalizacion de los movimientos de capitales, a la libertad de establecimiento, de prestacion de servicios y de acceso a los mercados financieros. Es muy probable que, salvo retrocesos relativamente delimitados en el tiempo y seguramente para actividades y operaciones muy concretas, el avance sea irreversible, y por tanto hay que esperar una pronta igualacion de muchos de los costes financieros.

En el caso de los costes de mano de obra, los factores operantes, en principio, en favor de su igualacion han sido ya enumerados.

Es muy facil que se produzca la igualacion generalizada en los precios de las mercancías, y en la de servicios comercializables. Es mas dificil, o mas lento, que se realice la igualdad en las remuneraciones. Si se pasa ahora a los costes laborales, seguramente es aqui donde la armonizacion ira mas despacio. La igualdad de estos costes depende de variables ligadas al marco legal como son la fiscalidad, la financiacion de la seguridad social, y sobre todo de un conjunto de variables que se pueden sintetizar en la productividad.

Asi como a favor de la igualacion de los salarios nominales juegan factores institucionales poderosos, los factores que favorecen la igualacion de la productividad operan con mayor lentitud. Por tanto habria que preveer, para los costes, un ritmo de igualacion mas lento del que presumiblemente seguiran los precios.

Como hipotesis conviene alertar contra el peligro que en la futura Union Europea se repitan, aunque de forma mucho mas matizada, algunos de los efectos de la reunificacion alemana. Si se igualan salarios pero persisten diferencias en la productividad, en algunos paises perifericos de la Union puede enraizarse un factor inflacionario. Si ademas se tiene en cuenta la previsible belicosidad de las nuevas autoridades europeas a favor de la estabilidad de precios, esto podria dar lugar a que, en estos paises, la politica monetaria aplicada tuviera que ser mas estricta que en el resto.

6.- MAS SOBRE LA UNION MONETARIA

6.1.- Notas adicionales sobre las autoridades monetarias y los tipos de interes.

Como antes se ha mencionado en la Union Monetaria habra una unica autoridad monetaria que se organizara colegiadamente en base a los actuales Bancos Centrales. , dicha autoridad sera el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) que se personalizara juridicamente en un Banco Central Europeo (BCE), y que decidiram a

traves de un Comité Ejecutivo y de un Consejo de Gobierno.

En relacion a los objetivos es sumamente significativa la textualidad con que se definen. Se dice en el Protocolo numero 3, articulo 2, "el objetivo primordial del SEBC sera mantener la estabilidad de precios". En el articulo 3 del modificado Tratado constitutivo de la Comunidad Economica Europea figura que los Estados miembros definiran y aplicaran "una politica monetaria y de tipos de cambio unica cuyo objetivo primordial sea mantener la estabilidad de precios". Casi identica redaccion se recoge en el articulo 105, "el objetivo principal del SEBC sera mantener la estabilidad de precios".

36

No deberia caber duda alguna sobre la importancia relativa que las futuras autoridades comunitarias concederan a la lucha contra la inflacion. No se dice que la estabilidad de precios sera el unico objetivo pero casi, en la medida que se resalta y se insiste en su condicion prioritaria.

No obstante para suavizar este enfasis en los textos comunitarios se menciona que esta prioridad se reconocera sin perjuicio de apoyar las politicas generales, articulo 105 y articulo 2 del Protocolo. Las actuaciones de las autoridades se ajustaran al principio de una economia de mercado abierta y de libre competencia, articulo 3 y 105 asi como articulo 2 del Protocolo, lo que exige necesariamente que los precios respondan a la eficiencia y que esten limpios de toda deformacion inflacionaria.

Segun el articulo 105 del TUE, y el articulo 3 del Protocolo 3, la funcion de estas autoridades es definir y ejecutar la politica monetaria asi realizar las operaciones de cambio de divisas que sean necesarias. A la vista de los textos anteriores podria quedar alguna duda sobre el encaje y nivel decisorio de la politica cambiaria. Entre la dinamica del nivel de precios y el tipo de cambio hay una relacion mutua, de ahi que se entienda que las actuaciones de las autoridades monetarias deban ir dirigidas tanto al mantenimiento del tipo de cambio escogido como de la preservacion de la estabilidad del nivel de precios.

Todos los comentaristas han coincidido en que las futuras autoridades monetarias actuaran con mucho rigor. El grado de exigencia deberia ser incluso mayor que el practicado por el Bundesbank porque el conjunto posible de paises miembros define una comunidad con un historial inflacionista notablemente peor que el de Alemania.

La claridad y perentoriedad como se definen los objetivos de la autoridad monetaria europea pueden chocar a quienes estan acostumbrados a una concepcion burocratizada y voluntarista de la politica economica. Para algunos un Banco central es simplemente una unidad administrativa y como tal sometida a la regla de toda burocracia que es la de obedecer. En esta linea estan aquellos Estatutos de Bancos Centrales que los ponen al servicio de todos los objetivos economicos que decida el Gobierno sin querer admitir que puedan no ser alcanzables, y, meros, en su totalidad

Muchas autoridades han sufrido este voluntarismo que les ha impedido responsabilizarse plenamente de aquello que pueden alcanzar. Un Banco central a traves de su influencia en entidades, comportamientos y variables monetarias esta especialmente capacitado para influir en las variables nominales y en el nivel general de precios. Por supuesto que sus actuaciones definiran parametros que influiran en el nivel de desempleo, en la descomposicion de la produccion y de la renta en consumo, ahorro e inversion, en el crecimiento, pero todo lo que sea obligarle a fijarse, al tiempo, en todos estos objetivos es, economicamente, un despilfarro porque supone no aplicar el principio de la ventaja comparativa, y politicamente, una incitacion a la falta de responsabilidad.

Los textos comunitarios, de forma muy coherente, han prestado atención al doble ámbito, económico y político, en el que se desenvuelve un Banco Central. Respecto al primero han sido especialmente contundentes al especificar el objetivo en el que se tiene que concentrar.

En lo político al BCE se le exige, y se le ofrece, una total independencia. En el artículo 7 del Protocolo, repetido en el artículo 107 del Tratado de la CEE, puede leerse que las autoridades monetarias "no recabaran ni aceptarán instrucciones procedentes de las instituciones u organismos comunitarios, ni de ningún Gobierno de un Estado miembro ni de ningún otro organismo". Puede sonar algo ingenua esta independencia impuesta, y dudarse que sea plenamente efectiva, pero no cabe duda que, de ahora en adelante, al Banco Central comunitario le será difícil disfrazar su incompetencia o su servilismo aludiendo a compromisos de orden o nivel superior.

Las autoridades comunitarias deberán regular el nivel de sus agregados monetarios de modo que sea consistente con la estabilidad del nivel general de precios. De igual modo la autoridad deberá conseguir que el nivel de los tipos de interés sea uniforme en toda la Unión. Como seguramente habrá diferencias entre las funciones de demanda de dinero de cada una de las "regiones", la igualdad del tipo de interés llevará a que pueda ser diferente, para cada "region", la variación permisible del agregado monetario de referencia.

A nivel de cada región el agregado monetario que debe utilizarse sería el "crédito interno" correspondiente, de modo que las autoridades regionales deberían ser neutrales y pasivas ante las variaciones del componente externo de la oferta monetaria para conseguir una distribución de los ajustes congruente con una economía unificada de mercado.

Conviene precisar el alcance de la igualdad de las tasas de interés en todas las economías integrantes de la Unión. Hay que prever que persistan ciertas diferencias en el nivel de eficiencia de los diferentes mercados de capitales nacionales. Aunque muchas de estas diferencias no podrán subsistir, siempre habrá ventajas locacionales que, en ciertas áreas, permitan que subsistan ciertos márgenes.

Estas diferencias de eficiencia equivalen en muchos casos a diferencias de nivel de riesgo de los activos financieros. La igualdad de las tasas de interés a nivel comunitario no es inconsistente con que persistan diferentes tasas de remuneración para activos que pudieran parecer iguales pero que no lo son.

En efecto, toda tasa de remuneración o de rentabilidad resulta de sumar la tasa de interés más una prima o margen que trata de compensar el riesgo diferencial de la inversión. Los diferentes Estados miembros podrán seguir emitiendo Deuda Pública. Es posible que los mercados no consideren que el riesgo de la Deuda pública de todas las "regiones" sea el mismo, en cuyo caso los títulos públicos de las regiones con mayor riesgo deberían ofrecer, y los inversores podrían percibir, una tasa de rentabilidad mayor sin que ello implicase que las tasas de interés "netas" a nivel comunitario dejasen de ser las mismas.

La tasa de interés presenta un conocido problema de compatibilidad entre el equilibrio económico interior y el equilibrio económico exterior que no podrá ser evitado a nivel de la Unión. Así las tasas de interés influyen en los equilibrios domésticos en relación a la estabilidad de precios, al nivel de actividad, etc. Pero también las tasas de interés constituyen una influencia importante en el tipo de cambio de la Comunidad. No siempre es posible que el nivel de la tasa de interés adecuado para uno de los

objetivos sea compatible con el otro objetivo.

En la logica comunitaria, al menos hasta ahora en el marco del SME, las tasas de interes se han graduado, frecuentemente, en atencion al tipo de cambio. Esto ha sido asi porque el SME encierra un equilibrio de tipos de cambio precario e inestable, pero es posible que, si la Union se consolida, pueda darse mas juego interno a las tasas de interes, aunque esta ultima siempre sera muy importante en situaciones de tension monetaria internacional para apoyar el tipo de cambio comunitario.

38

Por ultimo la tasas de interes relevantes a efectos de creacion de empleo, de impulso del nivel de actividad, son las tasas a medio y largo plazo en tanto que las tasas proximas a los tipos de cambio son las tasas a corto plazo. En que medida podrian las autoridades, sin abandonar sus responsabilidades cambiarias que pueden aconsejar tipos elevados, atender a aquellos otros objetivos? Nada podria decirse en terminos generales porque dependera de la forma y de las características de la estructura por plazos de los tipos de interes, y de las posibilidades de realizar un twist o disociacion entre las tasas correspondientes a distintos plazos.

6.2.- La balanza de pagos exterior y las balanzas intracomunitarias.

Comparando el total de bienes y servicios comprados con los vendidos por la Union al resto del mundo, resultara un superavit o deficit ante el que la Union reaccionara como lo haria cualquier economia nacional en la actualidad. La Union intentara, primero, atender a que el saldo se pueda financiar. Las autoridades monetarias y economicas permitiran, en la medida que no perjudique los objetivos internos de la Comunidad, que se desarrolle el ajuste de mercado usual via variaciones en el nivel de precios o en los niveles de actividad de la Comunidad.

Por ultimo el tipo de cambio "externo" de la Comunidad variara, segun sea la importancia neta de las demandas y ofertas de la moneda comunitaria, recogidas en parte en la balanza de pagos, contribuyendo al ajuste exterior. Sin embargo, al igual que cualquier pais miembro, la CE podra tomar medidas de politica monetaria, como variar el tipo de interes, o bien medidas excepcionales ante tensiones que hicieran peligrar la economia de la Union.

Es importante señalar que el tipo de cambio de la Union no sera un tipo de cambio fijo. La CE y el SME han defendido los tipos de cambio fijos para las transacciones intracomunitarias para ensamblar las economias y por tanto como medio para alcanzar la Union pero una vez alcanzada, el tipo de cambio 'externo', el unico que existira, sera un tipo de cambio de mercado, y por lo tanto no fijo.

Los problemas que para la politica economica de la Comunidad plantearan las relaciones economicas con el resto del mundo seran de la misma naturaleza, aunque a un nivel cuantitativo y sobre todo cualitativo mayor, que los que se plantean a nivel de cualquier pais. En todo caso donde surgen aspectos novedosos es respecto a las balanzas de pagos de las distintas 'regiones'.

En la futura Union Economica y Monetaria, cada region debera de preocuparse, y tomar las medidas que procedan, respecto a su balanza de pagos con el resto del mundo exterior a la Comunidad. Sin embargo la existencia de saldos en el comercio de bienes y servicios entre los paises miembros dejara de ser el problema que es en la actualidad. Es mas cada una de las 'regiones' integrantes podra tener cualquier saldo. Si la region X recibe un saldo neto de bienes y servicios del resto de las regiones, lo que sucedera es que de la region X salga dinero comunitario para pagar ese saldo, o

bien que ese saldo sea cubierto, en parte, por entradas de recursos financieros que podrian invertirse, por ejemplo, en titulos de Deuda publica emitidos por la region

En la medida que el saldo pueda financiarse, una region puede mantener cualquier saldo positivo o negativo, sea grande o pequeño, en su balanza de pagos con los demas paises comunitarios. Los problemas de balanza de pagos dejarian de existir para los paises miembros en lo que se refiere a sus relaciones con el resto de paises comunitarios lo cual, conociendo la importancia que revisten en la politica economica de cualquier pais en la actualidad, sera una buena noticia para mas de un responsable publico.

39

Sin embargo la eliminacion, parcial, de este problema puede tener una contrapartida negativa. Hasta ahora la balanza de pagos ejercia un muy importante papel disciplinante. Si no fuera por el temor o las restricciones que impone un deficit exterior los compromisos de actuacion contra la inflacion y a favor de la estabilidad de los precios, en el caso de muchos paises, entre ellos España, se habrian quedado en meras declaraciones al aire.

Pese a lo anterior cada pais miembro no podra mantenerse completamente indiferente a la balanza de pagos intraregional. En una economia nacional el signo del comercio intraregional puede suscitar resistencias o suspicacias, sobre si los recursos se desplazan o desvian demasiado de una region a otra, que deben ser consideradas en pro de una politica de equilibrio regional. Pero salvadas las resistencias o atendidas las suspicacias, sigue siendo cierto que desaparecen los problemas de balanza de pagos intracomunitarios.

Si por alguna razon una region quisiera, al igual que haria hoy a nivel nacional, reaccionar, o dejar que actue el mercado, frente a un saldo de la balanza de pagos intracomunitaria, sus posibilidades son muy limitadas en el marco de una Union monetaria. La region no dispone de tipo de cambio, no existe. Tampoco puede recurrir al tipo de interes porque los tipos de interes son exogenos a nivel de una region porque seran variables determinadas por el SEBC y el Banco Central Europeo en funcion de las conveniencias del tipo de cambio externo y del equilibrio interno general de la Comunidad.

Los movimientos de bienes y servicios, y los movimientos de dinero y activos financieros, que estan registrados en la balanza de pagos, incidiran en las variables economicas domesticas de la region en cuestion. Si el saldo de la balanza de pagos de la region X es positivo, esta acumulara activos financieros frente a las otras regiones. Si esta region recibe entradas de capitales, esta region incrementara sus pasivos financieros frente al resto.

Las variaciones de renta, y de agregados monetarios y financieros, generadas en las relaciones economicas exteriores, afectaran a las variables economicas domesticas de la region. En este sentido la region podra experimentar un ajuste a traves de variaciones en la renta y en el nivel de actividad internas de la region que actuaran en el sentido usual, es decir contrayendo, o expansionando, el saldo de la balanza.

Sin embargo las posibilidades de que opere el ajuste via precios seran ahora, para una region dentro de una Union monetaria, limitadas, o casi nulas. Tanto por efecto de la movilidad de los recursos como de la propia politica de la Comunidad de mantener un nivel de precios comun en toda la Union, la flexibilidad de los precios tendra unas posibilidades de actuar como via de ajuste seguramente bastante menores. Puede que al principio, en la medida que persistan ciertas diferencias de precios, tenga algun cometido, pero, a la larga, esta via de ajuste de mercado se convertira en marginal.

Aunque la balanza de pagos deje de ser problema en cuanto tal las autoridades no pueden ser indiferentes a cualquier redistribucion de recursos y de actividades entre las diferentes partes de la Union porque esto podría exacerbar las diferencias regionales de un modo inaceptable desde el punto de vista político y económico. En este aspecto en la futura Union la política fiscal redistributiva debe jugar un importantísimo papel. En concreto, respecto a los deficit de la balanza de pagos interregional, las transferencias fiscales pueden ser un medio para financiar y/o para conducir al ajuste. Estas transferencias fiscales serán uno de los principales instrumentos de la política regional comunitaria

6.3.- La política regional

El equilibrio regional será uno de los grandes problemas que se plantearán en la futura Union Monetaria porque el esquema de una economía de mercado abierta y de libre competencia conduce necesariamente a una acentuación de las diferencias y de los desequilibrios regionales.

A nivel comunitario deberíamos distinguir dos clases o niveles de este problema de posible desequilibrio regional. Hay un problema general de desarrollo equilibrado entre las diferentes economías nacionales que integren la futura Union, y hay otro problema, más delimitado, de conseguir un equilibrio entre las diferentes regiones geográficas.

El equilibrio regional, en el sentido amplio de equilibrio entre las distintas economías nacionales que pasarán a integrar la Union económica y monetaria, es probablemente el tema más difícil, desde todos los ángulos, con se enfrenta la futura Comunidad.

Los fines de la Comunidad Económica se recogen en el artículo 2 del modificado Tratado de la CEE donde se dice que "la Comunidad tendrá como misión promover un desarrollo armonioso y equilibrado de las actividades económicas" para terminar, al final, añadiendo, "la cohesión económica y social y la solidaridad entre los Estados miembros".

Según la letra del texto podría parecer que las referencias de la CE van a ser las actividades económicas y las regiones geográficas en detrimento del logro del equilibrio entre las economías nacionales. Esta interpretación no sería correcta ni realista porque todas las actuaciones y todas las políticas comunitarias deben estar necesariamente orientadas al logro de un conjunto cohesionado lo que exige que las economías nacionales que integren la Union se desarrollen conjunta y equilibradamente. En este sentido la política regional amplia sería el conjunto de todas las políticas de la CE.

La CE presta muchísima atención a la política regional en sentido estricto. Sin embargo los textos comunitarios pueden no dar una impresión exacta de la importancia relativa que este tipo de actuaciones tendrá en el futuro de la CE. En el artículo 3 del Tratado constitutivo de la CEE, donde se enumeran las actuaciones a que se compromete la Comunidad, no se menciona literalmente la política regional, aunque se menciona, sin embargo, "el fortalecimiento de la cohesión económica y social", si bien colocada en el décimo lugar de entre las actuaciones comprometidas.

El contenido de esta cohesión económica y social se corresponde exactamente con el objeto de la política regional en sentido estricto. En efecto en el artículo 130, modificado, del Tratado de la CEE se reconoce que "la Comunidad se propondrá reducir

las diferencias entre los niveles de desarrollo de las diversas regiones y el retraso de las regiones menos favorecidas". Seguramente es muestra del interés creciente por estos temas el que, tras el Tratado de la Unión, se haya creado un Comité de las Regiones, en el artículo 198, con misiones consultivas.

41

6.4.-Las autoridades fiscales y presupuestarias

Así como en relación a las autoridades monetarias los proyectos comunitarios apuntaban con bastante claridad hacia una centralización de funciones, nada de esto se manifiesta en relación a las autoridades fiscales y presupuestarias. Al margen del presupuesto comunitario, financiado con ingresos propios y con aportaciones de los miembros, seguirán subsistiendo las autoridades fiscales y presupuestarias propias de cada país miembro.

A nivel comunitario deberá prestarse una atención especialísima al equilibrio regional y a la actuación compensatoria frente a la coyuntura o a la fase del ciclo económico de cada país miembro. Las autoridades fiscales comunitarias, deberán realizar transferencias sistemáticas de recursos para cubrir las diferencias regionales, para estimular la creación de infraestructuras que ayuden, y para fomentar los niveles de empleo y actividad en las regiones más retrasadas.

Las autoridades fiscales y presupuestarias nacionales mantendrán, de momento, su autonomía. En el marco de una Unión Monetaria será necesario progresar notablemente hacia una organización con decisiones consensuadas, pero las líneas de avance todavía no están formal u oficialmente delineadas. Por supuesto que la Comunidad establece, artículo 103 del Tratado de la CEE, que "los Estados miembros consideraran sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinaran en el seno del Consejo", pero esto está lejos de lograrse en lo que a políticas macroeconómicas se refiere, y menos aun en lo que atañe a impuestos y gastos públicos.

La armonización fiscal va muy lenta. La CE reconoce que es necesaria esta armonización fiscal para garantizar el establecimiento y el funcionamiento del mercado interior, pero no se ha propuesto, por el momento, establecer un régimen fiscal unitario sobre todos los ciudadanos, empresas y entidades comunitarias. Continuarán, por tanto, existiendo autoridades impositivas específicas en cada país miembro.

Como cada país integrante de la Unión tiene autonomía para planear y realizar sus gastos públicos, cualquier país miembro puede presentar déficit en sus cuentas públicas. Con el fin de que esta autonomía no perjudique el logro del primordial objetivo comunitario de la estabilidad de los precios ni ponga en peligro la cohesividad del conjunto, la CE ha previsto algunas barreras. Una viene dada por la creación de unas autoridades monetarias supranacionales y otra por la fijación de unos límites al crecimiento del déficit público.

Las autoridades monetarias comunitarias pueden limitar la magnitud de los déficits en la medida que controlen la evolución permitida de los agregados monetarios de cada país miembro, y en la medida que consigan una cierta uniformidad en el nivel de los tipos de interés. Por supuesto que la independencia política con que se les ha dotado evitara la fácil financiación de los déficits.

En el texto del TUE aparecen cautelas muy específicas. En el artículo 104, "queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de

creditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros en favor de instituciones u organismos comunitarios, u otras autoridades publicas y otros organismos publicos,asi como la adquisicion directa de instrumentos de deuda", prohibicion tajante igualmente recogida en el articulo 21 del Protocolo 3.

42

En otro apartado de este mismo articulo se remachan las restricciones para evitar la financiacion de los deficits publicos. Se dice, "La Comunidad no asumira ni respondera de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades publicas" ni tampoco podran hacerlo los Estados miembros. Es la prohibicion que tecnicamente se conoce como el "bail out".

Por ultimo la CE, en el articulo 104 y en los Protocolos 5 y 6, ha establecido un sistema de ratios para limitar las divergencias en los resultados de las autoridades economicas.

A la larga la situacion no podra mantenerse porque no es, politicamente, estable establecer unas autoridades monetarias centralizadas, y muy independientes del poder politico, y, simultaneamente mantener un sistema descentralizado, con capacidad de decision autonomo a nivel nacional, sobre impuestos y gastos publicos.

7.- RESUMEN DE COSTES DE LA UNION MONETARIA PARA LAS ECONOMIAS NACIONALES INTEGRANTES

Llegados a este punto hagamos un breve repaso a los costes que deberan soportar los paises que deseen integrarse en la futura Union Economica y Monetaria tal como ha sido delimitada en el Tratado de la Union.

El primer coste es el de que quedaran inmersas en un marco de economia de mercado de economia abierta y de libre competencia, en el que existen y seguiran existiendo cuotas muy importantes de actividad productiva de dependencia y de orientacion publica. La referencia necesaria al mercado va a imponer costes muy serios a aquellas economias, como la española, que se han venido declarando ultimamente de mercado pero que, al tiempo, mantienen amplios ambitos de ineficiencia economica y de discrecionalidad politica amparando proteccionismos y clientelas.

En segundo lugar obligara a sujetarse a una autoridad monetaria supranacional en principio muy estricta y, seguramente, al menos en cuanto a intencion, mucho mas rigurosa que el propio Bundesbank. En esta linea, cuando llegue la tercera fase, debera renunciar a la emision de moneda. El objetivo "primordial", y casi unico, de esta autoridad sera la estabilidad de los precios, lo que puede imponer costes importantes a las economias que no saben, o que no pueden, reprimir sus focos de inflacion.

En una unidad monetaria las autoridades deberan renunciar al uso del tipo de cambio nominal, cuyo reajuste ha sido en muchos casos la valvula para recuperar posiciones de partida hace tiempo perdidas por los excesos inflacionistas. El tipo de cambio siempre ha sido un instrumento relativamente comodo para pretender volver a situarse en el punto cero y rehacer la partida.

Otra notabilisima restriccion sera la relativa a los tipos de interes en un doble sentido. En una union monetaria el nivel de los tipos nominales de interes lo determinaran las autoridades supranacionales porque estos tipos de interes deben ser uniformes a lo largo de la Union.

En principio, el nivel de los tipos de interes deberia fijarse en funcion tanto de las conveniencias economicas externas, tipo de cambio, como del logro y mantenimiento de los equilibrios interiores, en un ejercicio de dificil compatibilidad. La limitacion, en este punto, reside en que, como a veces esta compatibilidad sera imposible, y dada la tradicion del SME, puede que, las mas de las veces, los tipos de interes se instrumentalicen al servicio del tipo de cambio de la Union.

La actividad de una autoridad monetaria supranacional rigurosa y la exogeneidad de los tipos de interes supone que los paises miembros encontraran fuertes dificultades para financiar cualquier deficit publico. Si bien esto presenta muchas ventajas para la estabilidad de los precios y para el funcionamiento de una economia de mercado, representa una gran restriccion para economias que tienen un sector publico de mas del 30 % del PNB.

Hay que preveer, y temer, que en el seno de la futura Union Monetaria se produzcan fuertes reestructuraciones del tejido productivo, por la mayor competencia y apertura. Ademas toda economia de mercado funcionando libremente genera y acentua los desequilibrios regionales. A nivel de las economias nacionales, su insercion en una Union Monetaria, las sometera a una redistribucion de los recursos y de las actividades. Hay que esperar tambien tensiones a nivel de las regiones geograficas, pero seguramente aqui la accion de la CE podra impedir los excesos.

Se puede anticipar que tendra lugar una alineacion en los precios, tambien en menor medida en las remuneraciones, y, posiblemente con el tiempo, de los costes, a excepcion de los costes financieros que se nivelaran con rapidez. Esto significa que se perdera la capacidad de usar la flexibilidad de los precios como mecanismo de ajuste, o a la inversa que si se retiene dicha flexibilidad, y se mantienen dichas diferencias, que las economias deberan someterse a los costes asociados con la movilidad y el arbitraje de recursos y establecimientos.

Hay que considerar que una economia nacional integrada en una union monetaria con las caracteristicas de la Union Monetaria Europea contara con un numero muy limitado de variables de ajuste. Durante un tiempo habra la ofrecida por una cierta capacidad de flexibilizar los precios, acoplada, alternativamente, a la movilidad de recursos. En general, las reacciones de ajuste deberan producirse mayoritariamente a traves de la renta, el empleo y los niveles de actividad. Por ultimo, dada la muy fuerte inercia redistribuidora de una union monetaria, habra que apelar al concurso de importantes transferencias fiscales compensatorias.

Las ventajas de una Union estan ya en la historia de la integracion europea. Son las ventajas de la dimension, de la mayor liberalizacion, de los estímulos y de las oportunidades que pueda ofrecer una economia en la que prima el mercado y la libertad economica, en dimension intracomunitaria, no para terceros.

A estos impulsos habra que añadir la voluntad de la Union de potenciar la desinflacion competitiva, esto es la eliminacion de la inflacion como fuerza dinamica. Algunas economias estan mejor preparadas que otras para responder y aprovecharse de estos estímulos. La economia española se ha desarrollado a lo largo de los años conviviendo con la inflacion. Para apreciar lo que esta en juego habra que recordar que si bien la inflacion ha causado muchos desequilibrios y ha supuesto malgastar recursos e iniciativas, tambien ha debido ser un utilísimo medio para amortiguar las tensiones en el crecimiento español, porque de otro modo la sociedad española hace tiempo que la habria retirado de la escena.

La incorporacion de la economia española a la Union Monetaria supone incorporarse a

un esquema de reglas y de comportamientos bastante exóticos para lo que ha sido nuestra historia reciente. Para complicar más las cosas se nos exige, a nosotros y a todo país que aspire a ser miembro, que renunciemos a una serie de válvulas de escape y de ajuste.

44

A favor de la incorporación hay argumentos de estrategia política y negociadora de la máxima importancia. Por una parte la historia no se repite y es posible que si renunciáramos ahora nunca tengamos una oportunidad de acoplarnos al núcleo de la economías europeas.

También hay que prever la posibilidad, seguramente muy probable, que el modelo del Tratado de la Unión haya que reformularlo, en cuyo caso es preferible estar dentro para que, llegado el momento, se puedan hacer valer los intereses parciales pero legítimos de nuestra economía. Como avance de lo que pueda pasar, es prácticamente seguro que habrá que aplazar los amenazadores calendarios que figuran en los textos del TUE.

Deberíamos ser conscientes de los costes, seguramente durísimos, que nos va a imponer la incorporación a un modelo de economía como el diseñado en la Unión Económica y Monetaria. A medida que se gana tiempo hay mayores oportunidades para apreciar el alcance de la decisión, para valorar tanto sus ventajas como sus costes, y para, apreciar en que medida estamos en condiciones de aprovechar las unas y de soportar los otros.

Al final la elección será, como el acceso al Mercado Común, una decisión estrictamente política, tomada a nivel de los responsables políticos. Confiamos que, llegado el momento, las conveniencias políticas no cierren el paso al futuro de nuestra economía.

* *Catedrático de Economía Aplicada, Universidad Complutense; Director del Departamento de Economía Aplicada III.- Técnico Comercial y Economista del Estado (excedente).*-

NOTAS PIE PAGINA

1.- Puede verse Fratiani & Peeters, One money

2.- Con que sea obligatoria la intervención no queda resuelto ni mucho menos el tema. El verdadero problema es como se distribuye la intervención entre los dos Bancos Centrales afectados.

3.- Puede verse Ypersele, pg 45 y siguientes. También Rey, "Some comments on the merits and limits of the indicator of convergence in the EMS", *Revue de la Banque*, 1982-1.

4.- La pasividad exigible al país con moneda líder supone que no debe esterilizar las variaciones de liquidez de origen externo, es decir si hay entradas debe soportar la consiguiente aumento de la oferta monetaria alemana y la bajada de los tipos a corto. En cambio debe restablecer el tipo de cambio que se ha revalorizado para lo que debería reducir aun más los tipos de interés. Esta combinación debería frenar las entradas pero a costa de riesgos de inflación en la economía doméstica. En todo ello hay una importante restricción en el uso de los tipos de interés que se obligan a ser instrumentos del tipo de cambio, que no deben establecerse más que indirectamente en función de los movimientos de capitales, y que deben prestar atención subordinada a

las conveniencias de la economía domestica.

5.- El arbitraje en estado puro tiene unas características que, en principio, deberían diferenciar claramente unas de otras. El arbitraje pretende conseguir un beneficio a partir de la existencia de una diferencia de precio, en el mismo momento, en dos mercados diferentes, para un mismo activo. El arbitrajista no corre riesgo porque no opera con expectativas, sino que decide y realiza la operación conociendo todos los datos relevantes, y, además, porque en una operación de arbitraje no hay inversión neta. En la práctica, sin embargo, puede ser difícil distinguir una operación especulativa de una operación de arbitraje, en especial cuando se trata de arbitraje con riesgo en el que la operación supone intercambiar dos posiciones de riesgo no exactamente equivalentes.

45

6. En los mercados de futuros los compradores no se sitúan directamente como contrapartida mutua de los vendedores, y por tanto el número de posiciones en una y otra dirección no coinciden en cada momento del tiempo. Por tanto en el texto no se quiere decir que el Banco de España actúe siempre y en cada operación como contrapartida.

7.- Antes se ha explicado la determinación del precio fundamental de una divisa relacionándolo con varias variables y situaciones, esto es como el precio compatible con la economía del país en cuestión. Esta exposición, necesariamente simplificada, puede hacer olvidar algo decisivo, que el tipo de cambio es un precio relativo o de intercambio entre dos países. Por tanto la determinación correcta del precio fundamental de la divisa siempre deberá tener en cuenta las diferencias relevantes entre las dos economías. Esto es lo que hacen las relaciones de paridad.

8 .- En la fecha que esto se escribe, mayo de 1993.

9.- A fin de facilitar el intercambio entre las euromonedas, y a que este intercambio se haga por unidades enteras 1 por 1, 2 por 1, etc, lo más probable es que en cada país se hiciera una reforma monetaria que permitiera el cambio de las monedas antiguas por euromonedas, expresándose, a partir de entonces, el valor de los activos y pasivos en las nuevas unidades monetarias, la europeseta, el euromarco, etc.

BIBLIOGRAFIA SELECCIONADA

- BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX, 62^{eme} Rapport Annuel, Basilea, Juin 1992
BARRELL (ed), Economic convergence and monetary union in Europe, Londres 1992
BRYANT & PORTES (eds), Global macroeconomics: Policy, conflict and cooperation, New York, 1987
DELORS COMMITTEE, Report on economic and monetary union in the European Community, Luxemburg, 1989
EMERSON, GROS, ITALIANER, PISANI, REICHENBACH, One market, one money, Oxford, 1992
FITOUSSI y otros, Competitive disinflation, Oxford, 1993
FRATIANI & PEETERS (eds), One money for Europe, London, 1978
GIAVAZZI (ed.), The european monetary system, Cambridge, 1988
GOODHART, Money, information and uncertainty, London, 1975.
GRAUWE & PAPADEMOS (eds), The European monetary system in the 1990s, London, 1990.

.../...

.../...

GRAUWE, The economics of monetary integration, Oxford, 1992

GROS & THYGESEN (eds), European monetary integration. From the European Monetary System towards Monetary Union, London, 1992

LERENA, Política monetaria, estabilidad y convergencia bajo tipos de cambio fijos. El caso español, en Varela (ed), Organización económica internacional, 1991

ROJO DUQUE, El sistema monetario europeo y el futuro de la cooperación en la CEE, Madrid, 1989

SWOBODA (ed), L'union monétaire en Europe, Ginebra 1971

TRATADO DE LA UNION EUROPEA, Febrero 1992

YPERSELE, Le système monétaire européen, Bruxelles, 1988