

**EL CAMINO HACIA LA UNIÓN
ECONÓMICA Y MONETARIA:
UNA PERSPECTIVA ESPAÑOLA**

*A. Zabalza**

D-94002
Mayo 1994

* Agradezco a C. Alonso-Zaldívar, M. A. Lasheras, J. Pons y E. Rodríguez Vera sus comentarios y sugerencias a una versión previa de este trabajo.

Los Documentos de Trabajo de la Dirección General de Planificación no representan opiniones oficiales del Ministerio de Economía y Hacienda.

I N D I C E

	<u>Pág.</u>
1. Introducción.....	1
2. La crisis del SME.....	2
2.1. Tipos de cambio fijos y libertad de movimiento de capitales.....	2
2.2. Diferencias de tasas de inflación ..	3
2.3. "Shocks" asimétricos	6
2.4. Reforma institucional versus conver gencia real	10
3. Posibles soluciones	13
3.1. Acceso inmediato a la UEM de un sub conjunto de Estados Miembros	14
3.2. Vuelta a un sistema flexible de ti- pos de cambio	16
3.3. Vuelta a las bandas estrechas de - fluctuación con restricciones a la libre circulación de capitales	19
3.4. Mantenimiento de la actual banda - amplia de fluctuación	21
3.5. Creación de una moneda paralela ...	22
4. Una perspectiva española	23
4.1. Repaso crítico de las alternativas existentes	23
4.2. Consideraciones estratégicas	29
5. Conclusión	38
Bibliografía.....	41

EL CAMINO HACIA LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA: UNA
PERSPECTIVA ESPAÑOLA

1. Introducción

El progreso hacia la Unión Económica y Monetaria (UEM) sufrió el año pasado un serio revés con las dificultades de ratificación experimentadas por el Tratado de Maastricht y con el colapso del Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) ¿Es previsible que estas circunstancias afecten al calendario previsto, o incluso a la misma naturaleza del proceso de transición hacia la UEM? ¿Cuáles son los intereses de los distintos Estados Miembros y qué posiciones adoptarán ante posibles modificaciones futuras de este Mecanismo?

Estas son preguntas de envergadura que difícilmente pueden ser contestadas sin tener en cuenta las consecuencias políticas, tanto internas como externas, de cualquiera de las alternativas posibles. Este trabajo se centra fundamentalmente en los aspectos económicos del problema, aunque cuando ello es necesario para el argumento, incluye también las consideraciones políticas que se estiman necesarias.

La siguiente sección trata de identificar la razones fundamentales que explican los recientes problemas del SME. La Sección 3 recopila las alternativas que se han barajado ante estos problemas y la Sección 4 avanza, desde una perspectiva española, una serie de reflexiones sobre esta cuestión. El trabajo se cierra con una sección de conclusiones.

2. La crisis del SME

2.1. Tipos de cambio fijos y libertad de movimiento de capitales

En sus inicios (1979), el SME se concibió simplemente como un mecanismo para limitar la variabilidad de los tipos de cambio en el seno de la Comunidad. Era bastante parecido al anteriormente diseñado con el mismo fin (la "serpiente") y, por tanto, era natural que en este primer SME existieran frecuentes reajustes de paridades, que hubiera un uso extensivo de controles a los movimientos de capital para hacer frente a crisis especulativas y que el progreso hacia la convergencia nominal entre los distintos Estados Miembros fuera lento y no siempre efectivo.

Esta situación experimentó un cambio radical en 1986 con el Acta Unica Europea y con el establecimiento de un calendario concreto para el desmantelamiento de las barreras internas al comercio entre los países de la Comunidad, con el fin de crear un mercado interior en el que existiera total libertad de circulación de bienes, servicios y capitales. Desde ese mismo momento comenzaron a plantearse serias dudas, primero sólo en círculos académicos y luego de forma más generalizada, acerca de la posibilidad de mantener un sistema de cambio fijos en un contexto de plena libertad de movimientos de capital.

Padoa Schioppa (1985) fue el primer autor que señaló la incoherencia mutua que suponía tratar de mantener a la vez:

- i) un sistema de cambios fijos;

- ii) políticas monetarias independientes; y
- iii) libertad de movimientos de capital.

Esta propuesta, que pasó a conocerse como la del "trío incoherente", recuerda simplemente que en un contexto de cambios fijos y de plena libertad de movimientos de capital, la política monetaria es totalmente inefectiva para gestionar el nivel de actividad interna de un país, dado que toda su atención deberá orientarse a asegurar los tipos de interés necesarios para mantener la paridad en el nivel fijado por el sistema de cambios. Este es un resultado ampliamente conocido y compartido por la profesión económica y se deriva de las versiones más simples del modelo de economía abierta de Mundell-Fleming¹.

Frente a estas credenciales, la pregunta que se plantea es: ¿por qué, a pesar de este amplio conocimiento de las consecuencias de liberalizar totalmente los movimientos internacionales de capital en el contexto de un sistema de cambios fijos, se procedió a incluir este objetivo en el programa del Mercado Interior Europeo? La respuesta tiene evidentes tintes políticos, pero los elementos esenciales siguen siendo económicos.

2.2. Diferencias de tasas de inflación

Es evidente que, por razones de eficiencia económica, el programa del Mercado Interior Europeo hubiera quedado

¹Mundell (1961) y Fleming (1971)

gravemente cojo sin la extensión del principio de libertad de movimiento de factores a la esfera financiera y que políticamente era poco defendible una exclusión de esta naturaleza. Pero también desde el punto de vista macroeconómico existía justificación para la introducción de este nuevo elemento, siempre que se dieran las circunstancias adecuadas.

Concretamente, si en el momento de entrada en vigor de la libertad de movimientos de capitales hubiera existido ya un notable nivel de convergencia nominal entre las distintas economías, los problemas no habrían sido tan graves como los que luego se plantearon. No se trata tanto de que en dicha circunstancia la propuesta del "trío incoherente" deje de ser válida, como de que para un conjunto de países con circunstancias económicas similares y con la misma tasa de inflación, la independencia de la política monetaria, de hecho, deja de ser necesaria.

La dificultad básica de esta línea de razonamiento es que este supuesto no se daba en la realidad. En el momento de entrada en vigor de la libertad de movimiento de capitales (1990 para la mayoría de países), las tasas de inflación y, más relevantemente, las tasas de inflación subyacente de los Estados Miembros eran no sólo distintas, sino también, en algunos casos, divergentes. En estas circunstancias, y éste era un punto perfectamente conocido por la profesión económica y por los mercados financieros (aunque quizás no, en la medida de lo deseable, por el estamento político), sólo era cuestión de tiempo para que el Mecanismo de Cambios del SME comenzara a experimentar fuertes tensiones.

La razón es muy sencilla. Si un determinado país mantiene su tipo de cambio nominal con otros países fijo, pero a la vez su inflación es mayor que la de estos países, su tipo de cambio real irá apreciándose, con lo cual sus productos se harán menos competitivos, sus empresas irán perdiendo cuotas de mercado y el país en cuestión generará una balanza comercial deficitaria, un menor nivel de actividad y una mayor tasa de paro². Estos desequilibrios, si persisten y alcanzan niveles altos, son insostenibles en el tiempo. Es precisamente en estas condiciones cuando los mercados financieros (nacionales e internacionales) comienzan a dudar de la capacidad del país en cuestión para mantener fijo su tipo de cambio nominal y cuando comienzan las presiones sobre la correspondiente divisa. Una presión, por otra parte, económicamente justificada dada la expectativa de devaluación que se crea alrededor de la moneda amenazada.

² Un ejemplo ilustrativo puede ayudar a entender la importancia cuantitativa de este punto. En 1988, el tipo de cambio nominal medio de la peseta con el marco era de 66,2 pesetas por un marco alemán. La inflación anual media española hasta finales de 1992 fue del 6,3% y la alemana del 3,3%. Como consecuencia, en sólo cuatro años se produjo una apreciación real de la peseta del 12,4%. O dicho de otra forma, nuestros productos eran un 12,4% menos competitivos. El mismo producto español que a principios de 1989 los alemanes compraban por 100 pesetas (1,51 marcos alemanes) al cabo de cuatro años les costaba 127,8 pesetas (1,93 marcos alemanes); es decir, en marcos un 27,8% más. Para que el mismo producto les siguiera costando 1,51 marcos alemanes, el tipo de cambio nominal de la peseta debería haberse devaluado a 84,6 pesetas por marco. De hecho, dado que en Alemania también hubo inflación durante este período, la competitividad perdida quedaba recuperada con que el producto en cuestión siguiera costando a los alemanes lo mismo en términos reales; es decir, 1,72 marcos. Esto requeriría que la peseta se devaluara a 74,4 pesetas por marco (un 12,4%).

Esta ha sido probablemente una de las dificultades más serias con las que ha tenido que enfrentarse el SME y contra la que no ha valido ningún tipo de compromiso político para sostener la paridad. Esta es también una de las dificultades que de forma más clara ha afectado a España. Desde su adhesión a la CE, nuestro país ha sufrido una pérdida de competitividad tan sustancial que era del todo imposible pretender convencer a los mercados no ya de nuestra capacidad, sino de nuestra misma voluntad de mantener fijo el tipo de cambio. Y España es sólo un ejemplo. En mayor o menor medida este problema ha afectado a casi todos los países de la Comunidad.

2.3. "Shocks" asimétricos

El problema anterior para la utilización del SME como mecanismo de transición a la UEM es posiblemente el más importante, pero no el único. Aun en una situación en la que inicialmente las tasas de inflación fueran las mismas en todos los Estados Miembros, el SME puede no ser un mecanismo adecuado si existen alteraciones económicas importantes que afecten de forma específica a un determinado país (lo que en la literatura especializada se conoce con el nombre de "shocks" asimétricos; es decir, alteraciones que no afectan de forma uniforme a toda la Comunidad). De hecho, cuanto mayor es la probabilidad de que se den estos "shocks" asimétricos, menor es la aptitud de que una determinada área geográfica pueda constituir en principio el espacio adecuado (óptimo) para una moneda única (de Grauwe, 1992; Fleming, 1971; y Mundell, 1961).

La dificultad en esta circunstancia es que la probabilidad de que ocurran estos "shocks" asimétricos aumenta cuanto más distintas y heterogéneas las economías de los Estados

Miembros son. En tal caso, la adopción de un sistema de cambios fijos sustrae a estos países un instrumento de política económica (la política de tipo de cambio) que puede ser el único efectivamente disponible para realizar los ajustes necesarios para hacer frente al "shock" en cuestión. Un país puede experimentar una alteración adversa en su tecnología, o un cambio en sus preferencias de consumo, o cualquier otra circunstancia (es decir, un cambio en aspectos fundamentales de su economía con respecto a las demás) que requiera un tipo de cambio real de equilibrio más bajo. Pues bien, el ajuste necesario va a ser mucho más difícil si no se dispone de la posibilidad de alterar el tipo de cambio nominal, que si se dispone de ella.

¿Cuál es en este sentido la situación de la CE? Las opiniones, como es de esperar, acostumbran a ser diversas. Pero la percepción general es que la CE, particularmente desde la entrada del Reino Unido (por su condición de productor de petróleo y por su mayor exposición al área del dólar) y desde la entrada de los países mediterráneos (por su menor nivel de desarrollo y su significativamente distinta estructura productiva), es un área heterogénea y, por tanto, susceptible de ser objeto de "shocks" asimétricos.

Por ejemplo, si un determinado país sufriera un retraso tecnológico con respecto a sus vecinos europeos, la mayor pobreza de este país que de ello resultaría debería reflejarse en un menor tipo de cambio real que compensara la pérdida de competitividad acaecida. Naturalmente, este menor tipo de cambio real siempre podría conseguirse reduciendo los precios y salarios internos en relación a los de otros países. Pero esto, dadas unas determinadas pautas de negociación colectiva y dadas las características

estructurales de sus mercados, podría ser muy difícil o, lo que viene a ser lo mismo, exigir una reducción de la demanda muy grande (y un paro muy elevado). En cambio, el recurso a una depreciación del tipo de cambio nominal (una devaluación) sería una forma relativamente cómoda y efectiva de lograr los mismos efectos sin necesidad de reducir la actividad interna.

La crítica obvia a este tipo de política surge de que con ella se está controlando el tipo de cambio nominal, cuando lo que se necesita es reducir el tipo de cambio real. Si en el ejemplo anterior, a raíz de la depreciación de la moneda del país, sus precios y salarios suben, los efectos positivos de la devaluación inicial se verían contrarrestados por el posterior incremento de su inflación con respecto a la de otros países, con lo que a la postre no se habría conseguido reducir el tipo de cambio real ni, por tanto, mejorar la competitividad. En términos más técnicos: cuanto más indiciada esté una economía (cuanto más sensitivos sean los salarios a cambios nominales), menos útil es la devaluación como instrumento de ajuste.

Esta crítica es correcta y conocida. Su validez, sin embargo, es una cuestión empírica. No parece claro que las últimas experiencias devaluatorias en los países de la Comunidad corroboren los supuestos en los que esta crítica se basa. Más bien al contrario, las últimas devaluaciones parecen haber restaurado el nivel de competitividad de los países que las han llevado a cabo, aunque es preciso señalar que éstas se han producido en un clima de profunda recesión y paro que sin duda ha contribuido a contener la reacción salarial.

Otro ejemplo de "shock" asimétrico es el producido por la reunificación alemana. A largo plazo es posible que este

hecho lleve a una depreciación real del marco, dada la mayor pobreza "media" de la actual con respecto a la anterior Alemania. Pero en el corto y medio plazo, el propósito del Gobierno alemán de hacer frente a este gran cambio estructural, y a las enormes tensiones sobre el gasto público que supone, sin tolerar mayores tasas de inflación, significaron una política monetaria muy estricta y unos tipos de interés reales muy elevados, que acentuaron las presiones apreciatorias sobre el marco alemán.

Una revaluación nominal del marco hubiera sido sin duda la salida más lógica. Pero dado el deseo colectivo de mantener el sistema de cambios fijos, la apreciación del tipo de cambio real del marco tuvo que obtenerse a través de una mayor inflación relativa alemana o, lo que es lo mismo, a través de una desinflación generalizada en toda Europa. Esto es lo que consiguieron los altos tipos de interés reales que, como reacción a los altos tipos de interés alemanes, la libertad de movimientos de capital obligó a adoptar a todos los países europeos con el fin de poder respetar los compromisos cambiarios del SME. El problema es que, mientras Alemania tenía una razón clara para mantener estos altos tipos de interés, en el resto de los países europeos las circunstancias internas más bien aconsejaban lo contrario.³

³ El realineamiento de tipos de cambio a raíz de desajustes producidos por diferencias en las tasas de inflación o por los efectos de "shocks" asimétricos es una política justificada en la medida que responde a cambios en los elementos fundamentales que determinan el tipo de cambio real de equilibrio. Ahora bien, la existencia de un sistema de cambios fijos con bandas de fluctuación ha dado lugar a otro tipo de presiones sobre las monedas, en cuyo origen se

2.4. Reforma institucional versus convergencia real

Si todos estos inconvenientes eran conocidos, ¿por qué se insistió, no sólo en continuar el proceso, sino incluso en acelerarlo a través del Informe Delors y del consiguiente Tratado de Maastrich para la consecución de la Unión Monetaria y Económica?

Para entender la respuesta a esta pregunta es conveniente resucitar una vieja polémica europea que con ocasión del Informe Werner (Comisión de las Comunidades Europeas, 1970) tuvo una cierta vigencia a principios de los 70. Este informe constituye la primera propuesta concreta de un plan para conseguir una unión monetaria en Europa (de hecho, el proceso que propone guarda un cierto parecido al que luego sugeriría el Informe Delors) y alrededor del mismo se entabló una interesante polémica entre los (poco rigurosamente) llamados "economistas" y "monetaristas" (Giovannini, 1990).

Los "economistas" (que representaban fundamentalmente la postura alemana), propugnaban la necesidad de que los Estados Miembros convergieran en sus políticas económicas y particularmente en su inflación antes de entrar en un sistema de cambios fijos. Los "monetaristas" (que representaban fundamentalmente la postura francesa) propugnaban, por el contrario, la adopción inmediata del sistema de cambios fijos como medio para forzar los ajustes necesarios que harían

encuentran intereses especulativos y que pueden tener poco que ver con los elementos fundamentales que determinan el tipo de equilibrio.

converger las economías de los Estados Miembros y su tasa de inflación.

El Informe Delors es un compromiso entre estas dos posturas, pero posiblemente un compromiso más sesgado al (en este sentido) enfoque "monetarista" que al enfoque "economista". No se trata de hacer aquí una exégesis del contenido de este informe o de los acuerdos formales tomados en Maastricht, pero es evidente que el apretado calendario de reforma institucional y la adopción del Mecanismo de Cambios del SME como el instrumento básico de convergencia a lo largo de las fases I y II del proceso, demuestran una gran confianza en el poder de las instituciones para cambiar los elementos más estructurales de la realidad económica.

Concretamente, la pertenencia a un sistema de cambios fijos y el compromiso de no devaluar parecía una restricción suficiente para acrecentar la credibilidad de los distintos Gobiernos no sólo frente a los mercados internacionales, sino también, internamente, frente a sindicatos y empresarios, para lograr una desinflación rápida y sin costes de producción o empleo. La realidad, sin embargo, no parece haber justificado esta confianza. La pertenencia per se al Mecanismo de Cambios del SME y la explicitación del calendario que debe llevarnos a la moneda única y, por tanto, a la fijación irreversible de los tipos de cambio, no han sido suficientes ni para vencer las rigideces de los mercados o de los mecanismos de determinación de precios y salarios, ni para convencer a los mercados financieros de que nunca más iba a producirse una devaluación.

La crisis del SME iniciada en septiembre de 1992, y cuya última manifestación fue la ampliación de las bandas de

fluctuación en agosto de 1993, pone de relieve el alcance y la realidad de los problemas enumerados anteriormente. Es posible que las dificultades se multiplicaran en razón a la baja fase de ciclo que entonces atravesábamos, pero también debe reconocerse que una parte significativa de la culpa de estos problemas económicos residió en el fuerte sesgo deflacionista que el propio Mecanismo de Cambios del SME, junto a las tensiones originadas por la reunificación alemana, suministraron a la actividad económica en toda la Comunidad Europea. La confianza en el efecto disciplinador del SME frente a los comportamientos de sindicatos y empresarios a la hora de fijar precios y salarios fue posiblemente excesiva. El efecto disciplinador que a la postre funcionó fue el del mercado y con carácter ex post: hizo falta una fuerte caída de la actividad y un importante aumento del paro para que los precios y salarios comenzaran a contenerse. No está nada claro que éste fuera el mecanismo de ajuste que estaba en la mente de los Primeros Ministros y Jefes de Estado que firmaron el Tratado de Maastricht.

La crisis cambiaria y sus efectos reales sobre la economía de los Estados Miembros han sido de mucha envergadura y han planteado dudas, no sólo sobre la adecuación del Mecanismo de Cambios del SME como instrumento básico de ajuste, sino también sobre el realismo de los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht y del calendario previsto para acceder a la Unión Económica y Monetaria.

Esta son las conclusiones que se desprenden de un análisis económico cuyas premisas son hoy ampliamente compartidas por la opinión profesional más solvente. Otra cosa es la actitud política que cada Estado Miembro decida adoptar frente a esta situación, en cuya definición deben necesariamente jugar

consideraciones adicionales a las meramente económicas. La Sección 4 de esta nota avanza algunas reflexiones que pueden ser útiles para conformar esta posición. Antes, sin embargo, es conveniente recopilar las soluciones que desde distintos puntos se han ido proponiendo para hacer frente a estos problemas.

3. Posibles soluciones

Quizás la mejor síntesis de las alternativas existentes sea la contenida en un artículo editorial del Financial Times, del lunes 27 de septiembre del año pasado (Financial Times, 1993). Según este periódico, las cuatro alternativas serían:

- i) acceso inmediato a la Unión Económica y Monetaria plena de un subconjunto de Estados Miembros;
- ii) vuelta a un sistema flexible de tipos de cambio;
- iii) vuelta a las bandas estrechas de fluctuación en el SME, pero con restricciones a la libertad de movimientos internacionales de capital; y
- iv) mantenimiento de la actual banda amplia de fluctuación en el SME.

A estas cuatro alternativas habría que añadir una quinta que tiene una larga historia en los intentos de creación de una unión monetaria en Europa y cuyo último exponente es el eurodiputado portugués Cravinho (1993).

- v) Creación de una décimotercera moneda que circularía concurrentemente a las de los doce Estados Miembros, a las que finalmente sustituiría.

3.1. Acceso inmediato a la UEM para un subconjunto de Estados Miembros

El exponente más claro de esta alternativa ha sido Dornbusch (1990), aunque su propuesta inicial se formuló en términos de un compromiso irrevocable de fijación de paridades por parte de un subconjunto de Estados Miembros, más que como el acceso de éstos a la fase final de la UEM con una moneda única y con un Banco Central Europeo.

La justificación última de esta alternativa es la necesidad de dar un nuevo ímpetu al proceso de creación de la UEM, sin el cual todo lo ganado hasta ahora puede echarse a perder. Los proponentes de la misma parten de la constatación de que la convergencia real de las doce economías que hoy forman la Comunidad Europea es un objetivo de imposible cumplimiento dentro de los plazos previstos en el Tratado de Maastricht y de que, por tanto, es mejor comenzar a pensar en un acceso diferenciado a la UEM.

Dada la heterogeneidad real existente, seguir implicando de la misma forma a las doce economías en el proceso de transición conlleva dificultades muy importantes y abre la posibilidad a crisis cambiarias similares a las acabadas de vivir. Estos episodios debilitan de tal forma el proceso de transición, e imponen costes reales de tal magnitud sobre las economías más divergentes, que podrían llegar a socavar la adhesión política al mismo proyecto de la UEM. De ahí la necesidad de proceder de forma distinta.

Para el subconjunto de países que ya han convergido en términos reales (o que están muy cerca de hacerlo), y que incluyen a Alemania, Francia, Holanda, Luxemburgo y

posiblemente Bélgica y Dinamarca, no es preciso esperar más para fijar irrevocablemente los tipos de cambio. Si además se quiere avanzar en el proceso institucional, se puede incluso crear un Banco Central que sería el que determinaría la política monetaria común de estos seis países, aunque ello no es imprescindible si se asegura la independencia real de los actuales Bancos Centrales de cada uno de ellos.

El resto de los países comunitarios podrían entonces verse liberados de los condicionantes que supone el SME, por lo menos en la forma que este mecanismo tenía antes de ampliar las bandas de fluctuación. Dado que en esta opción, la forma en que estos países transiten hacia la UEM no supone un lastre para el tránsito de los demás, sería razonable introducir un mayor grado de flexibilidad en la capacidad de variar sus tipos de cambio, a fin de no incurrir en los costes de producción y empleo que una mayor rigidez supondría. Estos menores costes de transición harían el proyecto de la UEM políticamente más atractivo. Además, si estos países toman las medidas necesarias en materia de política fiscal y de reformas estructurales, esta mayor flexibilidad cambiaria podría permitirles incluso acelerar su convergencia real.

Un coste obvio, que los proponentes de esta opción reconocen, es la posible crisis política que la misma provocaría en los países inicialmente excluidos. Según Dornbusch, sin embargo, esta crisis podría suponer un acicate para que estos países aceptaran que sólo un cambio fundamental en su política económica les puede llevar a una mayor desinflación y, por tanto, a una mayor convergencia.

Por último, los defensores de la opción señalan que la misma no es contradictoria con por lo menos el espíritu del Tratado de Maastricht, ya que el mismo contempla explícitamente la posibilidad de un acceso diferenciado a la UEM.

3.2. Vuelta a un sistema flexible de tipos de cambio

Esta es la opción más radical, en cuanto que supone el abandono total del proceso de creación de la UEM. Es también, por tanto, la opción que plantea dudas más fundamentales sobre la misma deseabilidad de la UEM.

Quizás el proponente más coherente de esta opción es Feldstein (1992), aunque posiciones muy parecidas son defendidas por otros economistas americanos y británicos. Según estos economistas, los mayores beneficios económicos han sido ya obtenidos o se obtendrán con el desmantelamiento de las barreras arancelarias y con la libre circulación de factores que supone el Mercado Interior Europeo. Estos cambios han permitido un aumento importante de las relaciones comerciales entre los países europeos, una mejor utilización de las economías de escala susceptible de ser explotadas y, por tanto, unos menores costes de producción y una mayor capacidad para hacer frente a la competencia que puede venir de los Estados Unidos o del Japón.

En comparación con estos beneficios, la creación de una moneda única ofrece realmente muy pocas ventajas adicionales. Las únicas que se pueden aducir son las que se derivarían para el comercio intraeuropeo de la estabilidad definitiva de los tipos de cambio (en realidad dejarían de existir). Estas ventajas, en un mundo con mercados financieros muy

sofisticados y con un alto volumen de relaciones comerciales internacionales que permite altos niveles de aseguramiento frente a la incertidumbre inherente a un sistema de cambios flexibles, se estiman como muy débiles. De hecho, se reducen a la desaparición de los costes de transacción derivados de tener que cambiar una moneda por otra, y éstos no pueden ser ciertamente decisivos.

Esta opción pone pues en duda que el libre comercio, y por tanto el Mercado Interior Europeo, requiera tipos de cambio fijos. Según la misma, no existe ningún tipo de evidencia empírica concluyente que demuestre esta necesidad: el comercio entre Estados Unidos, Canadá, Australia y Japón no parece haberse resentido de las fluctuaciones cambiarias que en el pasado han experimentado las respectivas monedas de estos países. En comparación con los efectos de restricciones arancelarias, los derivados de fluctuaciones cambiarias son despreciables. De ahí que otra característica de esta posición sea su decidida defensa de los acuerdos del GATT.

Tampoco están de acuerdo con la crítica de que un sistema de cambios flexibles llevaría a la destrucción del Mercado Interior Europeo debido a la mayor propensión que entonces existiría a las devaluaciones competitivas. La aversión por la inflación, hoy general en todos los Estados Miembros de la Comunidad, y la independencia de los respectivos Bancos Centrales, haría muy difícil que ésta fuera la política seguida. Por otra parte, se supone que la alternativa a la UEM no es la jungla comercial. Más bien al contrario, se parte de la convicción de que lo que quedaría es un Mercado Interior Europeo plenamente consolidado, con un elevado grado de armonización en cuanto a reglas de competencia y con compromisos políticos irreversibles en lo relativo a la

prohibición absoluta de levantamiento de barreras arancelarias de cualquier tipo.

No sorprendentemente, esta posición es la que también ve los mayores costes adicionales como resultado de la UEM. El mayor es de carácter político y se refiere a la pérdida de soberanía que la UEM supondría para cada Estado Miembro. Los demás son costes derivados de éste y en gran medida han sido ya analizados en la segunda sección de esta nota. Se refieren a las dificultades que para países todavía muy heterogéneos supone la pérdida de autonomía en la política de tipo de cambio (o, lo que es lo mismo, en la política monetaria) como instrumento para hacer frente a alteraciones económicas sustanciales que no afecten de forma uniforme a toda la Comunidad (es decir, para hacer frente a "shocks" asimétricos).

Sin política monetaria propia, y con capacidades fiscales limitadas por reglas comunitarias y por la propia apertura de las respectivas economías, la ocurrencia de estos "shocks" puede dejar bolsas importantes de desempleo local, que difícilmente serán liquidadas por la movilidad de factores. La movilidad del trabajo, en particular, no es de esperar que sea muy alta, por lo menos en mucho tiempo, debido a las grandes diferencias de lengua y cultura existentes en Europa. En estas circunstancias, una moneda única (y una política monetaria única) necesitarán también de una política fiscal, sino única, sí por lo menos muy significativa (tan significativa como lo puede ser hoy en Estados Unidos o en cualquier otro estado federal). Frente a ello, es imposible no recordar las enormes dificultades que supuso la aceptación del paquete Delors-II, que proponía elevar el techo presupuestario desde el 1,2% al 1,37% del PIB Comunitario, y

que finalmente el Consejo Europeo de Edimburgo sólo elevó al 1,27% para 1999.

3.3. Vuelta a las bandas estrechas de fluctuación con restricciones a libre circulación de capitales

Eichengreen y Wyplosz (1993) son los más convencidos proponentes de esta reciente alternativa, que surge como reacción a la ampliación de las bandas de fluctuación acordada en agosto y que ha gozado de una cierta adhesión por parte de círculos cercanos a la Comisión de la Comunidad Europea.

Para Eichengreen y Wyplosz, la defensa del Mercado Interior Europeo requiere la vuelta a las bandas estrechas de fluctuación. Bandas de fluctuación del 30% son demasiado amplias para asegurar la necesaria estabilidad cambiaria, sin la cual Europa se verá sometida a devaluaciones competitivas, a reacciones proteccionistas y finalmente al mismo fracaso del Mercado Interior. Como puede comprobarse, justo el argumento contrario al desarrollado por la opción descrita en la sección anterior.

La novedad de esta posición es sin duda la defensa de restricciones a los movimientos de capital como requerimiento esencial para que el estrechamiento de las bandas de fluctuación sea factible. Según estos autores, un sistema de cambios fijos pero ajustables como el SME es incompatible con el libre movimiento internacional de capitales. Esta es la principal lección de la reciente crisis del sistema y una predicción teórica compartida por todos: un recordatorio más del "trío incoherente" descrito en la Sección 2 de este

trabajo. De ahí la conveniencia de reintroducir restricciones a la libertad de circulación de capitales, como forma de resolver esta incompatibilidad.

En el fondo de esta propuesta subyace una visión fundamentalmente negativa del papel que los movimientos de capital han jugado en el pasado reciente. Más que un elemento del mecanismo de ajuste, estos movimientos son vistos como el medio de actuaciones especulativas cuya capacidad de acción debe ser limitada. Esta visión tiene una larga tradición que se remonta a Keynes y que tiene en Tobin (1978) a su más claro exponente normativo, donde argumenta la conveniencia de introducir restricciones ("arena en las ruedas") a los movimientos internacionales de capital con el fin de evitar sus potenciales efectos desestabilizadores. Los enormes movimientos observados en las recientes crisis han dado otra vez fuerza a estas propuestas. Es difícil ver qué puede hacer un Banco Central, o un conjunto de Bancos Centrales, cuando frente a un sistema de paridades fijas se mueven magnitudes del orden del billón de dólares diarios; es decir, del orden de dos veces el PIB español cambiados de manos en un sólo día. Como quedó demostrado en las recientes crisis cambiarias, las subidas de tipos de interés a corto plazo que serían necesarias para poder contrarrestar estos movimientos son simplemente inasumibles para cualquier Banco Central.

Las formas que toman estas restricciones varían según los proponentes o las circunstancias. Tobin sugirió la imposición de un impuesto sobre las transacciones en divisas; Eichengreen y Wyplosz recomiendan, por su parte, la imposición de coeficientes de caja específicos para las instituciones financieras que mantengan posiciones abiertas en divisas, al estilo de los aplicados por el Banco de España

entre septiembre y noviembre de 1992. El propósito último no sería impedir la circulación internacional de capitales, sino simplemente hacerla más costosa.

3.4. Mantenimiento de la actual banda amplia de fluctuación

La cuarta opción consiste en mantener la situación actual, tal como quedó después de la decisión de agosto de 1993, de ampliar las bandas de fluctuación al 15% (un 30% de recorrido total) para todos los Estados Miembros, excepto para Alemania y Holanda que mantienen sus antiguos márgenes de fluctuación. Descrita así, podría parecer una alternativa pasiva, a la espera de acontecimientos. En cierta manera lo es, pero también es una posición activa, en tanto que sigue apostando por un sistema de tipos fijos pero ajustables como mecanismo básico de transición hacia la UEM y en tanto sigue considerando las previsiones del Tratado de Maastricht como la referencia más adecuada para guiar el proceso.

A nadie se le escapa, naturalmente, que la ampliación de las bandas al 15% altera notablemente el poder disciplinador del SME para imponer comportamientos convergentes a los Estados Miembros y que, en este sentido, esta opción puede también entenderse como el abandono de hecho del modelo anterior. Esta sería, sin embargo, una interpretación demasiado sesgada. Evidentemente se introduce un mayor grado de flexibilidad en el proceso de convergencia, dando así respuesta a las enormes tensiones que el anterior SME provocó en casi todos los Estados Miembros, pero se mantienen en su totalidad los demás elementos del proceso: el calendario, los procedimientos y los criterios para la adhesión a la UEM.

La cuestión crucial radica en si este relajamiento del contenido disciplinador del sistema puede o no afectar el ritmo de convergencia real de los distintos países. La presunción en que esta alternativa se basa es que no. Siempre y cuando se intensifique la coordinación de la política económica de los Estados Miembros, es posible obtener ganancias significativas de convergencia real que, en el marco de los criterios y calendario previstos, pueden llevar a la UEM. Un mayor recurso a la coordinación de políticas económicas (y en particular de políticas monetarias) parece pues ser el elemento esencial de esta alternativa.

3.5. Creación de una moneda paralela

La creación de una moneda paralela, que circularía concurrentemente con las de los distintos Estados Miembros, pero que dada su mejor calidad como estándar de valor acabaría sustituyéndolas, es una vieja idea económica en el debate europeo. Su formulación más completa se encuentra en Vaubel (1990). En el proceso de negociación del Tratado de Maastricht fue rescatada por el Reino Unido con un cierto apoyo por parte de España, y su manifestación más reciente ha corrido a cargo del Parlamento Europeo, como propuesta de su Comité de Asuntos Económicos y Monetarios y de Política Industrial (Cravinho, 1993).

A pesar de estos intentos, ésta es una alternativa que se sitúa claramente fuera del conjunto de opciones políticamente factibles y que ha suscitado muy pocas discusiones, incluso dentro de círculos académicos. La razón última reside en que, según cual sea su formulación, esta alternativa puede suponer desde la mera creación de una nueva unidad de cuenta (lo cual

no añade nada al actual ECU), hasta la creación de una autoridad monetaria única de la que dependerían los Bancos Centrales de los distintos Estados Miembros (lo cual supondría haber llegado ya a la solución que propone la UEM antes incluso de comenzar el proceso de convergencia).

4. Una perspectiva española

4.1. Repaso crítico de las alternativas existentes

Con la excepción de la última alternativa, las otras cuatro son todas ellas propuestas estrechamente vinculadas al proceso de discusión que desde hace veinte años ha ido progresando alrededor de la integración monetaria europea. Parece pues un buen punto de partida, para ir fijando una posible estrategia, hacer un repaso crítico de cada una de ellas.

La primera alternativa -acceso inmediato a la UEM de un subconjunto de Estados Miembros- constituye un buen ejemplo de la síntesis alcanzada por las antiguas posiciones de los "economistas" y de los "monetaristas". No debe procederse a la integración hasta tanto no se haya convergido realmente, pero no se convergerá a menos que se fuerce a los países a través de reformas institucionales. La convergencia ahora no es total, pero se da en un grado satisfactorio entre Alemania, Francia, los países del Benelux y posiblemente Dinamarca. Por otra parte, después de la última crisis del SME, no hacer nada puede empantanar el progreso hacia la UEM. Entonces, ¿por qué no aprovechar el grado de convergencia alcanzado y dar un impulso a todo el proceso creando ya una UEM alrededor de este núcleo de países, al que luego podrán

integrarse, a medida que vayan alcanzado la convergencia deseada, los demás Estados Miembros?

Lo primero que debe reconocerse es que esta posición no carece en absoluto de lógica y, por tanto, no debe ser subvalorada. Lo segundo, es que política y económicamente no interesa a España. Políticamente, tendría un coste evidente que España fuera excluida del paso decisivo para la creación de UEM. Económicamente tampoco sería deseable, en tanto que nos situaría en la periferia institucional de un bloque de países que sin duda acabaría llevando el peso de todas las decisiones económicas a escala europea. Nuestra estrategia más segura para ser tenidos en cuenta en esta toma de decisiones, reside en no ser excluidos del bloque que finalmente acabe integrándose.

¿Qué probabilidad hay de que esta alternativa se configure como una opción real? De los datos de que se dispone hasta el momento cabe inferir que relativamente baja.

Una razón que dificultaría la creación de una UEM restringida es que Alemania podría resistirse a ella por no considerarla una contrapartida suficiente para abandonar su moneda. Según este argumento, Alemania consideraría que ceder el control sobre el marco es un precio muy elevado que estaría dispuesta a pagar por una UEM que incluyera no sólo a Francia y a otros países pequeños, sino también al Reino Unido, España e Italia y que, además de la política monetaria, abarcara otros ámbitos como son, por ejemplo el de la política exterior, la seguridad, la lucha contra la delincuencia organizada y la emigración.

Una previsión, por tanto, es que esta alternativa no acabe prosperando. Existen razones para pensar que Alemania se opondrá a ella bajo el argumento de que políticamente es perjudicial para la idea de la UEM, y de la misma Unión Europea, prescindir de países tan significativos como el Reino Unido, España e Italia. Nuestra postura debería ser coincidente con este argumento.

Ahora bien, la posibilidad de que esta alternativa vaya ganando adeptos y factibilidad política no puede descartarse, sobre todo si aparecen nuevos problemas en el proceso de integración. Si finalmente la idea prosperara con el apoyo de Alemania, la definición de nuestra estrategia se complicaría significativamente. Deberíamos contraponer dos objetivos de signo opuesto. Políticamente nos interesaría entrar en esta unión restringida, aunque económicamente nos causaría problemas dado nuestro bajo nivel de convergencia con la misma.

Es importante avanzar una última consideración sobre esta alternativa. Aunque de momento no prospere, el debate alrededor de la misma, del que los párrafos anteriores tratan de identificar los términos esenciales, se planteará en toda su extensión en 1996 o en 1999, cuando deba decidirse qué países pasan a la fase III y acceder por tanto a la plena UEM.

La segunda alternativa -vuelta a tipos de cambio flexibles- plantea, tanto a España como a los demás países de la Comunidad Europea, un problema de coherencia. Por una parte, es una alternativa rechazable en tanto que supone el abandono total del proceso de creación de la UEM. Pero, por otra, es

una alternativa que incorpora elementos cuya adopción se ha evidenciado como necesaria en las últimas medidas de ampliación de las bandas de fluctuación de SME. No se puede decir que una vuelta a tipos de cambio flexibles destruiría el Mercado Interior Europeo por la inestabilidad cambiaria que ello originaría y, a renglón seguido, defender la última ampliación de las bandas al 30% como una medida que en modo alguno va a impedir la consolidación del Mercado Interior Europeo y el proceso de transición hacia la UEM.

Los argumentos económicos contra esta opción deben por tanto ser utilizados con cautela, porque son argumentos que también debilitan la posición que defiende la necesidad de una mayor flexibilidad en el SME. El énfasis debe ponerse, no tanto en los problemas que una mayor flexibilidad puede causar al proceso de transición, como en el interés tanto económico como político que para España y para los demás Estados Miembros tiene la pertenencia a la UEM, objetivo que esta alternativa tacha de innecesario e inalcanzable.

La mayor flexibilidad del sistema de cambios no sólo no debería crear dificultades sino que, bajo determinadas condiciones⁴, debería facilitar la consolidación del Mercado Interior Europeo. El problema es que, para esta alternativa, el Mercado Interior Europeo es un fin en sí mismo; no un paso intermedio en el proceso de transición hacia la UEM. Según esta opción, no vale la pena acceder a la UEM dado que, una vez alcanzado el Mercado Interior Europeo,

⁴ Mayor nivel de coordinación de las políticas económicas de los distintos Estados Miembros y autonomía de sus Bancos Centrales.

los beneficios adicionales que resulten de acceder a la UEM son inferiores a los costes adicionales que este acceso supone. Este es precisamente el punto que convierte en rechazable a esta alternativa. Para España, sí vale la pena acceder a la UEM, tanto por razones económicas, como por razones políticas. Económicamente, porque España puede desarrollar mejor su potencial económico formando parte de un grupo potente que aisladamente; políticamente, porque la UEM es más conducente a un clima de estabilidad y de paz, que el mantenimiento de doce Estados independientes, por muy económicamente relacionados que éstos estén.

La tercera alternativa -vuelta a las bandas estrechas con controles de capital- debería también ser rechazada por España. Por dos razones: primera, la existencia de bandas de fluctuación, en un contexto de poca convergencia real, invita a la especulación, con efectos tanto más acusados cuanto más estrechas son las bandas; segunda, la reintroducción de controles de capital no siempre serviría para frenar la especulación y, en cambio, supondría un grave paso atrás en la construcción del Mercado Interior Europeo.

La segunda razón es con mucho la más relevante. La mayor parte de los movimientos internacionales de capital no obedecen a motivos especulativos. Imponer restricciones supondría dificultar tanto los movimientos especulativos como aquellos que tienen justificación económica, con lo cual se retardaría el efecto corrector que los mismos suponen. Si aparecen desequilibrios en los elementos fundamentales que determinan el tipo de cambio de equilibrio (debidos, por ejemplo, a distintas tasas de inflación o a alteraciones estructurales específicas a un país en particular), inhibir los movimientos internacionales de capital equivale a inhibir

el mecanismo de ajuste que debe corregir estos desequilibrios y por tanto a seguir soportando los costes reales resultantes de estos desequilibrios.

Por otra parte, los controles de capital no son totalmente seguros. Un sistema totalmente efectivo de controles requeriría un acuerdo internacional muy amplio, que interesara no sólo a los países de la Unión Europea, sino también a los principales países del mundo con sectores financieros desarrollados. La imposición de controles de carácter uniforme en la Comunidad se estima como muy difícil; la extensión de los mismos a todo el mundo es, hoy por hoy, prácticamente imposible.

La cuarta y última alternativa -mantenimiento de la actual banda amplia de fluctuación- es la opción que más garantías ofrece para un país como España y la que menos nos separa de la corriente mayoritaria de opinión entre los Estados Miembros Comunitarios. Esta opción da una respuesta razonablemente satisfactoria al peligro de quedar atrapados en tipos de cambios sobrevalorados, que ha sido el mayor problema del anterior SME para España. La mayor flexibilidad que la ampliación de bandas introduce aumenta la necesidad de coordinación de las políticas económicas de los distintos Estados Miembros, lo que también es positivo para España. Finalmente, mantiene inalterado el proceso de transición previsto en Maastricht, en cuya definición y promoción España ha invertido un volumen significativo de capital político.

Señalado lo anterior, sin embargo, es preciso reconocer el carácter provisional de esta alternativa y la última razón de ser de la misma. La ampliación de las bandas de fluctuación es la reacción inevitable y parcial a las tensiones

cambiarías que el SME había puesto de manifiesto desde septiembre de 1992. Supone en definitiva una cesión ante estas tensiones, que da un giro importante a las tesis institucionalistas mantenidas hasta el momento (la necesidad de fijar los tipos de cambio como instrumento fundamental para lograr la convergencia real) y que no incorpora una argumentación satisfactoria de cómo sin este mecanismo será posible seguir cumpliendo con las previsiones del Tratado de la Unión Europea.

Parece difícil, por tanto, que las cosas queden así. Será necesario en algún momento aclarar el significado de la decisión de agosto de 1993 para el proceso de transición a la UEM y definir otra vez los elementos básicos del mismo. La tesis de que esto no va a ser necesario y de que, en cuanto la situación económica global mejore, podrá reemprenderse el proceso de transición en los términos previstos en Maastricht, es posiblemente demasiado optimista.

De ahí que sea necesario re reflexionar acerca de cuáles son los intereses de nuestro país y de cuál es, por tanto, la estrategia más recomendable. La siguiente sección aborda estas cuestiones.

4.2 Consideraciones estratégicas

La definición de la estrategia española debe partir del reconocimiento de los elementos no sólo económicos, sino también políticos del proceso de transición hacia la Unión Europea, porque es sobre ambos tipos de elementos sobre los que los distintos Estados Miembros deberán pronunciarse. En la fase del proceso en que ahora nos encontramos, el elemento económico fundamental es el que se refiere a la integración

monetaria como paso posterior al nivel de integración comercial alcanzado con el Mercado Interior Europeo. El elemento político es el que hace referencia a la inevitabilidad de la unión política y del grado de cesión de soberanía que ello implica, una vez se haya alcanzado la integración monetaria.

Corto plazo

En lo referente a la integración monetaria como paso posterior a la integración comercial, es preciso tener en cuenta el carácter interdependiente de los dos elementos acabados de considerar. Es perfectamente posible no creer que la integración monetaria se derive necesariamente de la unión comercial alcanzada con el Mercado Interior Europeo, pero a pesar de ello defenderla como elemento inherente de la unión política y como la vía más segura para llegar hasta ella.

Bajo este enfoque, la adopción de una posición de cautela, ante posturas que persigan la vuelta a bandas estrechas de fluctuación o la fijación de paridades con carácter urgente, puede ser recomendable. Es evidente que la unión política tiene como elemento consustancial la unión monetaria; pero probablemente hoy no se dan todavía las condiciones para que ésta se pueda materializar. Es más, el mismo proceso de transición hacia la unión monetaria puede suponer costes importantes para un país como España si éste no se diseña de forma adecuada.

La experiencia reciente sugiere que el instrumento básico de ajuste del proceso de transición, el Mecanismo de Cambios del

SME, plantea dificultades significativas. Concretamente, excluye la posibilidad de utilizar autónomamente la política monetaria (y con ella la política de tipos de cambio) y, sin embargo, no se ha evidenciado tan potente como inicialmente se esperaba en la reducción de la tasa de inflación y en la convergencia económica. Sus efectos han operado casi siempre a través de reducciones del nivel de actividad y de aumentos del paro, con lo que la convergencia obtenida en la tasa de inflación se ha visto contrarrestada por la generación de graves desequilibrios en el mercado de trabajo y en las cuentas públicas.

Ante esta experiencia, y éste es el primer elemento definitorio de una posible estrategia a corto plazo, debería abogarse por un proceso de transición hacia la UEM más flexible, que permitiera ajustes en el tipo de cambio cuando éstos fueran necesarios y que evitara el mantenimiento de una moneda sobrevalorada en términos reales durante largos períodos de tiempo. El coste en términos de crecimiento y empleo de adoptar una estrategia distinta puede ser demasiado alto para un país como España, que todavía se halla a una cierta distancia del nivel medio de riqueza en la Comunidad Europea.

Existen tres críticas a esta postura. La primera es que esta estrategia puede llevar a la aceptación de mayores niveles de inflación y a dificultar el proceso de convergencia. Esto no tiene porqué ser así. Los Estados Miembros deben saber identificar cuando las circunstancias económicas de su respectivo país permiten un relajamiento de la política monetaria (una reducción de los tipos de interés) sin por ello poner en peligro la inflación. Esta es precisamente la política que España y otros países de la Comunidad Europea

han seguido en el último año. Dicho esto, también es preciso señalar que en este mayor contexto de flexibilidad cobran renovada importancia los criterios de convergencia establecidos en Maastricht, como referencias esenciales para guiar las políticas económicas de cada Estado Miembro dentro de los mayores márgenes existentes.

La segunda crítica hace referencia al peligro de proliferación de devaluaciones competitivas, de levantamiento de barreras arancelarias y de destrucción del Mercado Interior Europeo. Es evidente que, si a raíz de esta mayor flexibilidad se produjera una situación de gran volatilidad cambiaria, algunos de estos peligros podrían aparecer. Pero esta gran volatilidad no tiene por qué darse. De hecho no se ha dado en el contexto de los mayores márgenes de fluctuación aprobados en agosto de 1993. El objetivo compartido por todos los Estados Miembros de mantener la estabilidad de precios, la autonomía de sus propios Bancos Centrales y las mejoras en la coordinación de las políticas económicas, deberían llevar también a un elevado grado de estabilidad cambiaria. Por otra parte, no hay ninguna base económica para afirmar que la libertad del comercio internacional necesita de tipos de cambio estrictamente fijos. Lo ganado con el Mercado Interior Europeo, por tanto, no tiene por qué sufrir ningún peligro a lo largo de un proceso de transición que mantenga la dosis de flexibilidad suficiente para ajustar los tipos de cambio cuando ello haga falta realmente.

La tercera crítica surge de la consideración de la Comunidad Europea, incluso en su estado actual, como algo más que un área de libre comercio. La Comunidad Europea, además de la supresión de barreras arancelarias, incluye toda una serie de procedimientos y mecanismos reguladores, como por ejemplo el

Presupuesto Comunitario y la Política Agraria Común, cuya operatividad se vería enormemente facilitada por la adopción de una moneda única. Esta consideración es evidentemente correcta, pero también es cierto que no hay nada inherente en estos procedimientos y mecanismos reguladores que no les permita funcionar en un contexto en el que exista un cierto grado de flexibilidad en los tipos de cambio. De hecho, durante la mayor parte de la vida de la Comunidad, la norma ha sido la variabilidad más que la fijeza absoluta de los tipos de cambio y ello no ha impedido el funcionamiento de la Comunidad⁵.

El segundo elemento de esta posible estrategia a corto plazo se orienta a la necesidad de elevar de forma importante la coordinación de las políticas económicas de los Estados Miembros. Esta coordinación siempre ha sido deseable, pero se vuelve imprescindible cuando el sistema de tipos de cambio fijos, que después de todo es un mecanismo coordinador, deja de existir. Por otra parte, en un contexto económico tan abierto como el que supone la Comunidad Europea, el ejercicio autónomo de la política monetaria puede verse dificultado incluso si se permiten fluctuaciones en el tipo de cambio. Por ejemplo, bajo determinadas circunstancias, los efectos de una reducción de tipos de interés, más que elevar la producción interior y el empleo, podrían filtrarse al

⁵ Es evidente que aparecen mayores fricciones políticas entre los Estados Miembros cuando hay que ajustar las magnitudes presupuestarias o los parámetros de los mecanismos reguladores en razón a cambios de paridades, que cuando no es preciso hacer nada. Pero éste es un argumento relativamente débil para justificar por sí mismo la adopción inmediata de una moneda única.

exterior a través de mayores importaciones. Esto siempre ha sido así y la única respuesta es una mayor coordinación de políticas económicas entre los distintos Estados Miembros.

El tercer y último elemento de esta estrategia a corto plazo es el mantenimiento del programa de desarrollo legislativo e institucional previsto en el Tratado de Maastricht. Las consideraciones anteriores no ponen en duda la UEM. Por tanto, tampoco deben impedir la preparación de los instrumentos que serán necesarios para llevar a término este objetivo. Es más, en el contexto más flexible acabado de describir, las funciones de coordinación que el Instituto Monetario Europeo puede llevar a término son posiblemente más sustanciales que las que serían necesarias en un contexto más rígido. Puede ocurrir que la fase-II del proceso de transición sea más prolongada que lo inicialmente previsto en Maastricht, pero si ello es así debe ser en razón a la falta de convergencia real observada. Y por esta causa sería recomendable esperar a acceder a la plena UEM, tanto si el contexto fuera de cambios fijos como otro con mayores dosis de flexibilidad. El problema aquí no es el grado de flexibilidad del mecanismo de ajuste, como la extremadamente corta duración de las fases de transición acordadas en Maastricht.

Largo plazo

Las anteriores consideraciones delimitan una estrategia a corto plazo ante la posible revisión del actual Mecanismo de

Cambios⁶. Pero es importante, además, tratar de identificar, desde una perspectiva española, los intereses en el largo plazo y la significación de los mismos en la construcción de la Unión Europea. Parece razonable esperar que la consecución de la integración monetaria desencadene un proceso que acabe llevando inevitablemente a la unión política. Esta percepción estuvo presente en el proceso de negociación del Tratado de Maastricht y se plasmó, a insistencia alemana, en la celebración de una negociación paralela sobre la Unión Política.

El resultado de esta segunda negociación fue mucho menos rotundo y concreto que el de la primera, pero ello no significa que pueda prescindirse de la delimitación de la Unión Política. La pérdida de soberanía que la UEM supone para los Estados Miembros es considerable y difícilmente éstos aceptarán dar el paso definitivo sin antes asegurarse de que el nuevo marco institucional es mínimamente satisfactorio para sus propios intereses.

Desde este punto de vista, la omisión más problemática de la futura Unión Europea es su previsible falta de capacidad fiscal. Con la política monetaria situada en el Banco Central Europeo, y por las razones analizadas en la Sección 2 de este trabajo, pueden producirse caídas significativas de producción y empleo en áreas geográficas específicas difíciles de corregir, a menos que exista también un sistema

⁶ Una estrategia que coincide en lo sustancial con la cuarta alternativa de las analizadas en la Sección 3 de este trabajo.

fiscal centralizado que genere de forma automática y en un volumen significativo las transferencias necesarias.

Para Estados centralizados como Francia y el Reino Unido, el Informe Mac Dougall (Comisión de las Comunidades Europeas, 1977) estimaba que entre el 50% y el 65% de la pérdida primaria de renta (a consecuencia, por ejemplo, de un "shock" económico específico a una determinada región) es compensado por la Hacienda Central. En un país federal como los Estados Unidos de Norteamérica, el nivel de compensación por parte del presupuesto federal es del 40% (Sala-i-Martín y Sachs, 1992). Frente a esto, para la totalidad de la Comunidad Europea, no más allá del 1% de la pérdida primaria de renta es compensado por el presupuesto comunitario (Eichengreen, 1990)⁷.

En el pasado, la consideración de este problema nunca figuró de forma prominente en las discusiones sobre la Unión Europea, quizás debido a la relativa homogeneidad económica de los Estados Miembros que entonces formaban la Comunidad. Las sucesivas ampliaciones de la Unión han alterado de forma sustancial esta situación y, sin embargo, la discusión de este problema y de sus posibles soluciones ha seguido sin figurar en la agenda.

⁷ Ver Bajo y Vegara (1994) para una panorámica de los principales resultados obtenidos sobre la capacidad compensatoria de la Hacienda Federal en los Estados Unidos de Norteamérica y para un análisis, en este contexto, de las características y funciones básicas del presupuesto de la Unión Europea.

El marco económico definido en la UEM no incorpora ningún instrumento autocorrector de caídas localizadas de producción y empleo. Si nos hemos de basar en la experiencia de países con estructura federal, acceder a la UEM sin haber solucionado esta cuestión puede generar costes importantes para los países relativamente menos desarrollados de la Unión y, además, de carácter acumulativo.

Una vez irreversiblemente atados a una moneda y a una autoridad monetaria única, la pérdida de soberanía de los Estados Miembros es prácticamente definitiva. Esta consideración, que sólo con ocasión de la ratificación del Tratado de Maastricht ha comenzado a ser debatida, cobrará con el tiempo mayor protagonismo para todos los países y motivará la necesidad de clarificar en mayor medida cuáles son los rasgos que definen el conjunto de instituciones políticas (incluido el Banco Central Europeo) a las que se cede esta soberanía. Será entonces fundamental cerciorarse de cuál va a ser el grado de federalismo fiscal de la Unión Europea. Es decir, en qué medida los efectos de "shocks" económicos localizados específicamente en un país van a ser compensados por transferencias presupuestarias comunitarias de carácter automático y en qué medida van a tener que ser absorbidos por este mismo país. Estas son cuestiones delicadas, que abren un amplio espectro de posibles reformas de gran alcance en el ámbito presupuestario e institucional, y a las que se les ha prestado muy poca atención. Pero también son cuestiones trascendentales y delicadas las que afectan a la integración monetaria, y en cambio para éstas poseemos un proyecto de solución acordado y susceptible de ser aplicado.

5. Conclusión

Vale la pena, a modo de conclusión, resumir los elementos básicos de la estrategia aquí definida frente a la crisis del Mecanismo de Cambios del SME y frente a la potencial revisión del proceso de transición a la UEM o de su mismo contenido.

- a) El proceso de transición a la UEM puede suponer costes importantes de producción y empleo si no está bien diseñado. Debería abogarse por un proceso de transición hacia la UEM relativamente flexible, en el que fueran posibles ajustes del tipo de cambio cuando éstos fueran necesarios y en el que se pudiera evitar el mantenimiento de una moneda sobrevalorada en términos reales durante largos períodos de tiempo.
- b) En este proceso de transición más flexible es fundamental acentuar la coordinación de las políticas económicas de los distintos Estados Miembros, como instrumento básico para conseguir la convergencia real que permitirá, sin tensiones, la creación de la UEM. Asimismo, en este contexto más flexible cobran renovada importancia los criterios de convergencia establecidos en Maastricht, como referencias esenciales para guiar las políticas económicas de cada Estado Miembro dentro de los mayores márgenes existentes.
- c) La mayor flexibilidad del proceso de transición no pone en duda la validez de la UEM y, por tanto, tampoco debería impedir la preparación de los instrumentos

necesarios para tal fin. En este sentido, debería abogarse por el mantenimiento del programa de desarrollo legislativo e institucional previsto en el Tratado de Maastricht.

- d) El propósito último de esta mayor flexibilidad es disminuir los costes del proceso de transición y con ello asegurar el tránsito hacia la UEM. Costes tan elevados como los que se han observado en el pasado reciente, tanto en términos de pérdidas de producción y de empleo, como en términos de turbulencias financieras, podrían debilitar el proceso de transición y poner en duda la misma deseabilidad de la UEM. Por otra parte, esta mayor flexibilidad, si se complementa con el adecuado grado de coordinación, con el mantenimiento de los criterios establecidos en Maastricht y con el desarrollo de la legislación derivada, no tiene por qué suponer una menor convergencia real de los distintos Estados Miembros ni poner en duda la consolidación del Mercado Interior Europeo.
- e) El último elemento de esta estrategia hace referencia al largo plazo, pero no por ello es menos importante para un país que como España, desde su misma entrada en la Comunidad Europea, ha sabido articular y defender los intereses de los Estados Miembros menos desarrollados. El marco económico definido en la UEM no incorpora ningún instrumento corrector de tipo fiscal que permita compensar caídas geográficamente localizadas de producción y empleo. Esta omisión debe ser señalada, como también debe ponerse de manifiesto que acceder a la UEM sin haber solucionado esta cuestión puede generar costes importantes y acumulativos. De ahí la importancia

de, en el momento oportuno, ir planteando la necesidad de delimitar con mayor claridad que hasta ahora el grado de federalismo fiscal que caracterizará a la futura Unión Europea.

BIBLIOGRAFIA

- Bajo, O. y Vegara, D. (1994), "España ante la Unión Económica y Monetaria: Algunas Reflexiones sobre la Necesidad de una Política Fiscal a Nivel Europeo", mimeo, Madrid.
- Comisión de las Comunidades Europeas (1970), Report to the Council and the Commission on the Realisation by Stages of Economic and Monetary Union in the European Communities (Werner Report), Bruselas.
- Comisión de las Comunidades Europeas (1977), Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration (Mac Dougall Report), Bruselas.
- Cravinho, J. (1993), "On EMS plus 1992 Programme: Lessons to be Drawn for the Implementation of the EMU", Working Document, Committee on Economic and Monetary Affairs and Industrial Policy, Parlamento Europeo.
- De Grauwe, P. (1992), The Economics of Monetary Integration. Oxford University Press, Oxford.
- Dornbusch, R. (1990), "Two-Track EMU, Now", en Britain and EMU editado por Dornbusch, R., Goodhart, C. y Layard, R, Centre for Economic Performance, Londres.
- Eichengreen, B. (1990), "One Money for Europe? Lessons from

the US Currency Union", Economic Policy, número 10, abril.

Eichengreen, B. y Wyplosz C. (1993), "EMS: Time for Some Strong Medicine", Financial Times, 17 Septiembre.

Feldstein, M. (1992), "Europe's Monetary Union", The Economist, 13 junio.

Fleming, J.M. (1971), "On Exchange Rate Unification", The Economic Journal, vol. 81.

Financial Times (1993), "Way Ahead for ERM", editorial, 27 septiembre.

Giovannini, A. (1990), "European Monetary Reform: Progress and Prospects", Brookings Papers on Economic Activity, número 2.

Mundell, R.A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review, vol. 51.

Padoa-Schioppa, T. (1985), "Squaring the Circle, or the Conundrum of International Monetary Reform", Catalyst, número 1, Primavera.

Tobin, J. (1978), "A proposal for Monetary Reform", Cowles Foundation Discussion Paper, número 506.

Sala-i-Martin, X. y Sachs, J. (1992), "Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States", en M. Canzoneri, V. Grillo y P. Marsson (eds.), Establishing a Central Bank: Issues in

Europe and Lessons from the U.S., Cambridge University
Press, Cambridge.

Vaubel, R. (1990), "Currency Competition and European
Monetary Integration", The Economic Journal, vol. 100