

ESPAÑA EN EL PROCESO DE INTEGRACIÓN MONETARIA
EUROPEA: DEL SME A LA UEM^(*)
por
Juan Pérez-Campanero
Documento 90-15

(*) Una versión de este documento aparecerá en el libro colectivo editado por el Circulo de Empresarios con el tema La política económica española en el contexto internacional hoy previsible para los años 90.

Nos encontramos en el umbral del paso a la Unión Económica y Monetaria en Europa, lo cual supone un cambio trascendental del entorno económico. En estas páginas se examinan someramente algunas de las cuestiones suscitadas por la integración monetaria europea desde la perspectiva española. En la primera sección se pasa revista a las interpretaciones tradicionales del SME; en la sección 2, se examinan las características del que se ha dado en llamar "nuevo" SME; en la sección 3 se analizan las perspectivas de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa; y en la última sección se hacen algunas consideraciones específicas al momento actual de la economía española.

1. ¿QUE HA SIDO EN REALIDAD EL SME?

El funcionamiento institucional y los mecanismos operativos del SME son bien conocidos¹; pero ¿cuál es la naturaleza económica del SME?

El objetivo del SME en el momento de su creación fue el establecimiento de una zona de estabilidad monetaria en Europa. La percepción dominante es que, en efecto, el funcionamiento del SME ha traído consigo una mayor estabilidad para los países participantes en el mismo.

Los primeros estudios sobre el tema, basados en los primeros años de experiencia del SME, parecían apoyar la hipótesis de la reducción generalizada en la volatilidad. Así, Ungerer et al (1983, 1986) encuentran una reducción en las varianzas incondicionales de los tipos de cambio bilaterales nominales y reales entre los países del mecanismo de cambios del SME, lo mismo que Rogoff (1985) usando varianzas condicionales. Artis y Taylor (1988) confirman esta reducción de volatilidad (medida por varianzas condicionales e incondicionales) para diversas medidas de los tipos de cambio (nominales, reales; bilaterales, efectivos), así como para los tipos de interés.

Sin embargo, varios estudios recientes obligan a precisar y matizar esta idea. Así, Wyplosz (1989) señala cómo el SME no ha reducido la volatilidad de los tipos de cambio efectivos (sean nominales o reales), y en cualquier caso no la ha reducido más que para los países fuera del SME. En la misma línea, Giavazzi y Giovannini (1989) indican que no hay un cambio estadísticamente significativo en las tasas de variación de los tipos de cambio efectivos reales tras la puesta en marcha del SME, y que, por el contrario, la volatilidad de los niveles del tipo de cambio real

¹Véase, por ejemplo, Pérez-Campanero (1990a) para estos aspectos.

aumentó para todos los países excepto para Alemania. Fratianni y von Hagen (1989) examinan las varianzas condicionales con correcciones por heteroscedasticidad de los tipos de cambio nominales y reales, y encuentran que hay una reducción en la volatilidad con respecto a otras monedas del mecanismo de cambios del SME, pero un aumento con respecto a monedas fuera del mismo. A título ilustrativo, se reproducen en la tabla 1 algunos de los resultados de Wyplosz.

En definitiva, ya no está tan claro como hace unos años que el SME en sí mismo haya supuesto una reducción general de la variabilidad de los tipos de cambio, y quizá quepa interpretar los resultados como indicativos de un 'trade-off' entre incertidumbre interna y externa en Europa. La pertenencia al área monetaria europea reduce la incertidumbre (expresada en distintas medidas de volatilidad) en relación a los restantes países del área, pero puede quizá aumentarla respecto a los países exteriores. Este es un fenómeno natural, ya que la integración implica una mayor participación de los países del área europea en los flujos de comercio y de inversión².

También forma parte de la concepción dominante sobre el SME la idea de que, en palabras de Fisher (1987), éste consiste en "un arreglo mediante el cual Francia e Italia compran un compromiso hacia una baja inflación aceptando la política monetaria alemana".

Dentro de la concepción de un SME asimétrico, dominado por Alemania, se han adelantado varias posibles mecanismos de transmisión de los efectos postulados.

Un posible explicación es la hipótesis de disciplina monetaria: uniéndose al SME, los países inflacionarios hacen deseable la adopción de políticas monetarias más restrictivas que las que hubieran adoptado de otro modo, pues ahora tienen la restricción adicional de una pérdida de reservas. Para cerrar el

²Este fenómeno del aumento de la volatilidad frente a países exteriores se refleja también en los resultados del análisis estadístico de Hevia (1990) sobre el peso relativo del dólar USA y el marco alemán en la política cambiaria española.

TABLA 1
VARIABILIDAD DE TIPOS DE CAMBIO

	Coeficiente de variación de tipos de cambio efectivos nominales			Coeficiente de variación de tipos de cambio efectivos reales			Variación condicional de tipos de cambio de efectivos reales		
	1975:1-79:2 (1)	1979:3-88:9 (2)	Cociente (3)=(2)/(1)	1975:1-79:2 (1)	1979:3-88:9 (2)	Cociente (3)=(2)/(1)	1977:1-79:2 (1)	1979:3-89:8 (2)	Cociente (3)=(2)/(1)
Bélgica	4,7	7,0	1,49	2,9	15,3	5,28	1,65	1,37	0,83
Alemania	7,8	7,6	0,97	5,0	5,6	1,12	1,23	1,15	0,93
Holanda	4,3	5,5	1,28	2,0	6,9	3,45	1,09	0,86	0,79
Dinamarca	1,6	6,0	3,75	1,7	8,8	5,18	1,05	1,07	1,02
Italia	13,9	13,3	0,96	5,5	4,5	0,82	0,91	0,90	0,99
Francia	4,8	10,6	2,21	4,1	5,1	1,24	1,30	1,08	0,83
USA	5,8	15,3	2,64	5,9	14,9	2,53	1,20	2,00	1,67
Canadá	7,9	5,4	0,68	7,6	5,6	0,74	1,94	1,15	0,59
Japón	15,2	24,1	1,59	10,1	11,6	1,17	3,69	2,89	0,78
Inglaterra	10,0	10,2	1,02	6,3	7,6	1,21	1,07	2,29	2,14
España	13,2	17,6	1,33	9,7	7,4	0,76	3,11	2,05	0,66
Austria	3,9	4,8	1,23	2,2	3,6	1,64	1,22	0,83	0,68
Suecia	6,9	12,3	1,78	6,8	7,2	1,06	3,03	1,48	0,49
Noruega	3,2	7,0	2,19	4,5	5,6	1,24	1,23	1,09	0,89
Suiza	13,4	8,6	0,64	5,8	4,5	0,78	3,06	1,62	0,53
Media SME	5,0	8,3	1,7	3,5	4,2	2,85	1,21	1,07	0,88
Media NO-SME	8,8	11,7	1,3	6,5	7,6	1,17	2,17	1,71	0,79

FUENTE: Wyplosz (1989)

argumento, debe explicarse qué gana Alemania con el SME. Melitz (1988), por ejemplo, propone un modelo en el que se llega a un equilibrio estratégico mediante el cual los alemanes ganan en competitividad y los restantes países ganan en desinflación, haciendo viable el sistema. Un defecto de este tipo de explicación es que no queda claro por qué, si un país desea realmente una inflación baja, no adopta por sí mismo una política conducente a tal objetivo sin necesidad de entrar en el SME.

Artis y Nachane (1989) han realizado un contraste empírico del argumento de disciplina, y no consiguen encontrar una evidencia estadística sólida que lo soporte.

La interpretación más extendida del SME se basa, sin embargo, en la hipótesis de la credibilidad propuesta por Giavazzi (1988) y Giavazzi y Pagano (1988), y que se recoge también en Fernández (1988), Pérez-Campanero (1990b) y Viñals (1990). Esta interpretación es la que parece también estar latente en la concepción de las autoridades, como aparece por ejemplo en la afirmación del gobernador del Banco de España de que "la entrada en el SME era aconsejable precisamente porque se habían generado tensiones y expectativas inflacionistas: y convenía, pues, lanzar al país un mensaje rotundo y claro de la firme decisión del Gobierno de seguir una política antiinflacionista" [Rubio (1989)]. Esta interpretación se basa en las modernas teorías macroeconómicas sobre la credibilidad³.

Una forma indirecta de evaluar el efecto es a través del coste en términos de desempleo que tiene el paso a una política anti-inflacionista, ya que que una más firme reputación de las autoridades debería ir asociada a un menor coste del proceso de desinflación. Dornbusch (1989) señala, a este respecto, que las tasas de sacrificio (aumentos acumulados en la tasa de desempleo divididos por la reducción total en la inflación) no han sido, en

³Persson (1989) contiene una introducción panorámica. Para un ejemplo de este tipo de modelos en la literatura española, véase Ayuso (1989).

general, mucho más favorables para los países del mecanismo de cambios del SME que para los países fuera del mismo, como quizá cabría esperar si la mayor credibilidad anti-inflacionista de las autoridades reduce los costes de la desinflación. Reproducimos aquí sus cálculos en la tabla 2 a modo ilustrativo.

De forma más precisa y directa, Giavazzi y Giovannini (1989), cap. 5, realizan una evaluación empírica de la hipótesis de la credibilidad importada mediante un test de estabilidad en el proceso de formación de expectativas inflacionistas del público, y son incapaces de asociar la entrada en vigor del SME con un cambio estructural estadísticamente significativo. Encuentran, sin embargo, que se producen cambios en el proceso de expectativas en algún momento posterior (1982-83 para Francia, 1984 para Italia) coincidiendo con un alteración importante de la política económica. Esto puede ser indicativo, como ellos señalan de que a las autoridades les lleva un tiempo convencer al público de su intención de ajustarse a las nuevas reglas.

En resumen, no hay un apoyo empírico claro para la hipótesis de que el SME ha supuesto un aumento inmediato de credibilidad del público en la firmeza anti-inflacionista de los bancos centrales. La evidencia existente parece indicar más bien que los agentes económicos tardan un tiempo en internalizar las reglas de funcionamiento del nuevo régimen, y a las autoridades monetarias les lleva algún tiempo convencer al público de su grado de resolución anti-inflacionista y su compromiso con el nuevo régimen de política.

En cuanto a la interpretación asimétrica del SME, la evolución reciente del mismo, a la que se pasa repaso en la sección siguiente, tiende asimismo a matizarla.

TABLA 2
TASA DE SACRIFICIO DE LA DESINFLACION
(1981-1988)

Países del mecanismo de cambios del SME		Otros países de la OCDE	
País	Tasa de sacrificio	País	Tasa de sacrificio
Holanda	5.03	Australia	7.65
Alemania	4.17	España	3.70
Irlanda	2.41	Austria	2.29
Bélgica	1.98	Canadá	2.18
Francia	1.41	Grecia	2.08
Italia	1.02	Reino Unido	1.54
Luxemburgo	0.52	Nueva Zelanda	1.53
Dinamarca	-0.11	Suiza	0.81
		Noruega	0.68
		Japón	0.66
		Portugal	0.44
		Suecia	0.27
		Finlandia	0.25
		USA	-0.09
Media SME	2.05	Media NO-SME	2.72

FUENTE: Dornbusch (1989) y elaboración propia

2. EL NUEVO SME Y LOS PROBLEMAS DE LA TRANSICIÓN

Debido a una serie de factores (entre los que se encuentran el cambio en las actitudes del electorado frente a la inflación, la estabilidad cambiaria y el reforzamiento de los mecanismos de coordinación de políticas) hemos asistido en el pasado reciente a un cambio de régimen, el paso a lo que Giavazzi y Spaventa han llamado "el nuevo SME"⁴.

Este nuevo SME se caracteriza por la credibilidad de los mercados en que las paridades actuales del SME se van a mantener.

Los diferenciales de inflación con Alemania, si bien no han crecido en los dos o tres últimos años de repunte inflacionista internacional, tampoco se han reducido más, y parece haberse detenido la convergencia para países como Italia (tabla 3). Al mismo tiempo, la convergencia en tasas de inflación no se ha visto acompañada de una convergencia en tipos nominales de interés.

Por otra parte, Reino Unido, Italia, España y Portugal vienen presentando tasas de crecimiento de la producción y, de forma más significativa, de la demanda interna, muy superiores a las del resto de los países comunitarios (tabla 4), lo que en parte se refleja en los desequilibrios externos de nuestros países (gráfico 1). Estos déficits exteriores no han afectado a la estabilidad de los tipos de cambio; por el contrario, se han financiado con gran facilidad con entradas de capital exterior.

El SME puede por tanto haber perdido su asimetría, debido al mayor grado de compromiso respecto a evitar reajustes de la paridad central, y a un cambio en las actitudes políticas hacia la inflación. La persistencia de tasas de inflación más altas y de los elevados diferenciales de interés han configurado el dilema del SME

⁴Véase Giavazzi y Spaventa (1990), y también Giavazzi (1989) y Spaventa (1989).

Tabla 3
Diferencial de inflación (IPC) con Alemania

	media 1975-80 =====	media 1981-86 =====	1987 =====	1988 =====	1989 =====
GRUPO I:					
Bélgica	3.03	2.78	1.40	0.00	0.31
Dinamarca	5.87	4.01	3.80	3.40	2.03
Francia	6.30	5.23	2.90	1.50	0.84
Irlanda	10.85	7.75	3.00	0.90	1.24
Holanda	2.27	0.28	-0.90	-0.50	-1.66
GRUPO II:					
Italia	12.07	9.27	4.50	3.80	3.84
España	13.92	8.45	5.10	3.60	4.07
Reino Unido	11.62	3.38	4.00	3.70	5.03
GRUPO III:					
Portugal	17.23	18.13	9.20	8.50	9.84
Grecia	11.47	17.85	16.20	12.30	10.94

FUENTE: OCDE, "Economic Outlook", y cálculos propios

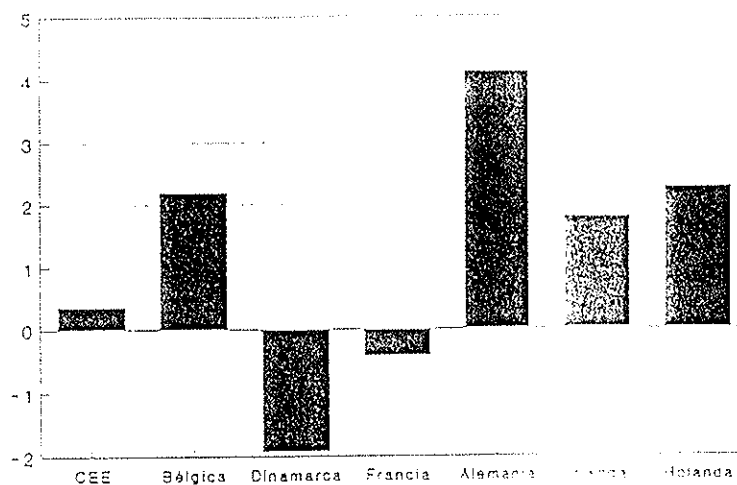
Tabla 4

Tasa de crecimiento en términos reales de la demanda interna

	media 1975-80 =====	media 1981-86 =====	1987 =====	1988 =====	1989 =====
GRUPO I:					
Belgica	2.45	-0.03	3.60	4.30	5.00
Dinamarca	1.38	2.90	-3.00	-2.20	0.10
Francia	2.35	1.62	3.60	4.00	3.20
Alemania	3.13	0.65	2.90	3.70	2.80
Irlanda	3.72	0.13	-0.40	0.20	4.90
Holanda	2.45	0.60	2.20	2.40	3.60
GRUPO II:					
Italia	3.28	1.45	4.70	4.70	3.30
España	1.17	1.25	8.60	7.10	8.00
Reino Unido	0.97	2.55	5.50	7.60	3.20
GRUPO III:					
Portugal	2.63	0.35	9.30	6.50	4.10
Grecia	3.33	0.83	-0.30	4.70	4.60

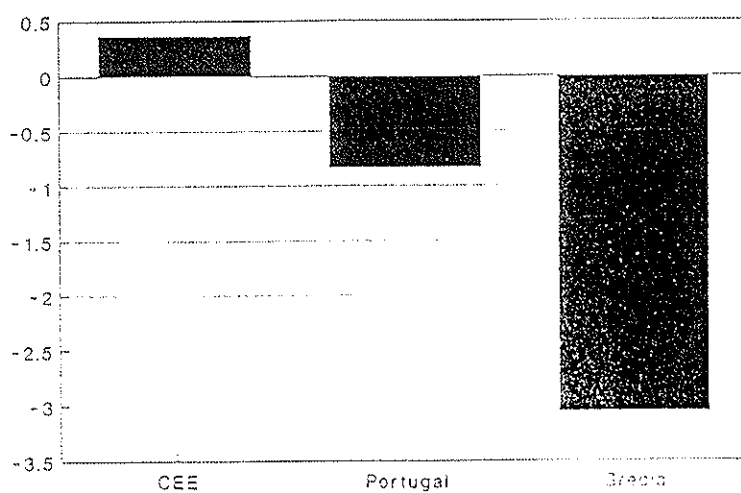
FUENTE: OCDE, "Economic Outlook", y cálculos propios

Balanza corriente / PIB.Mediana 1987-1989
Grupo 1

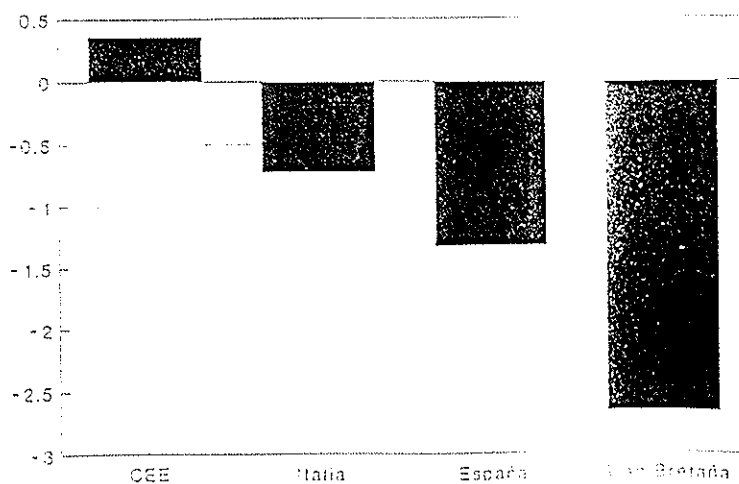


12

Balanza corriente / PIB.Mediana 1987-1989
Grupo 3



Balanza corriente / PIB.Mediana 1987-1989
Grupo 2



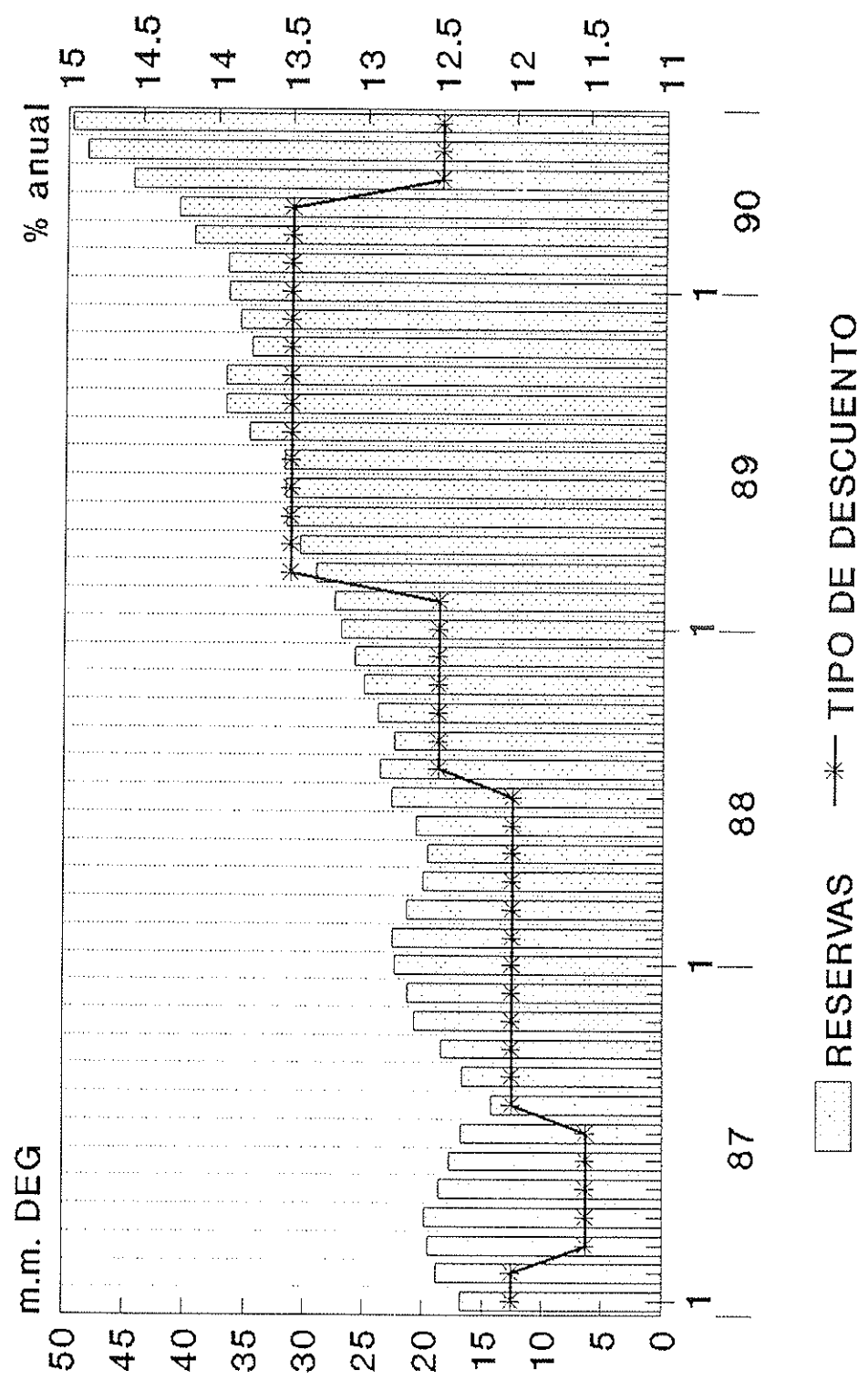
para países como Italia y España: una sobrevaluación del tipo de cambio real (con la consiguiente pérdida de competitividad), acompañada por fuertes entradas de capital, al tiempo que se mantienen los desequilibrios básicos de inflación y sector exterior. Al objeto de mantener los objetivos de control monetario, estos países han tratado en primer lugar de desincentivar estas entradas de capital con controles de cambios, y han tendido en todo caso a esterilizar los aumentos de reservas⁵; pero esta presión ha forzado además una cierta apreciación del tipo de cambio nominal, reflejándose en que la peseta y -hasta muy recientemente- la lira se han mantenido en la parte más alta de sus bandas de fluctuación en el SME (gráficos 2 y 3).

En la interpretación tradicional del SME, la liberalización de los flujos internacionales de capital en Europa asociada con el programa de construcción del mercado único europeo podría desencadenar ataques especulativos contra las monedas de alta inflación, y poner en peligro la propia existencia del acuerdo cambiario.

En el contexto del "nuevo" SME, la liberalización de movimientos de capital adquiere una nueva interpretación. La dirección de los flujos de capital es justamente opuesta: los controles de cambios impiden la entrada (no la salida) de capitales en Italia y España. En palabras de Spaventa (1989), "una mayor libertad de movimientos de capital, en vez de perturbar el sistema de tipo de cambio, puede llevar a la formación de desequilibrios por cuenta corriente asociados con una prolongada estabilidad del tipo de cambio", y lo que habría que exigir de la coordinación internacional de políticas debería ser una reducción del diferencial de tipos de interés. Por lo tanto, las políticas presupuestarias adquieren un carácter esencial.

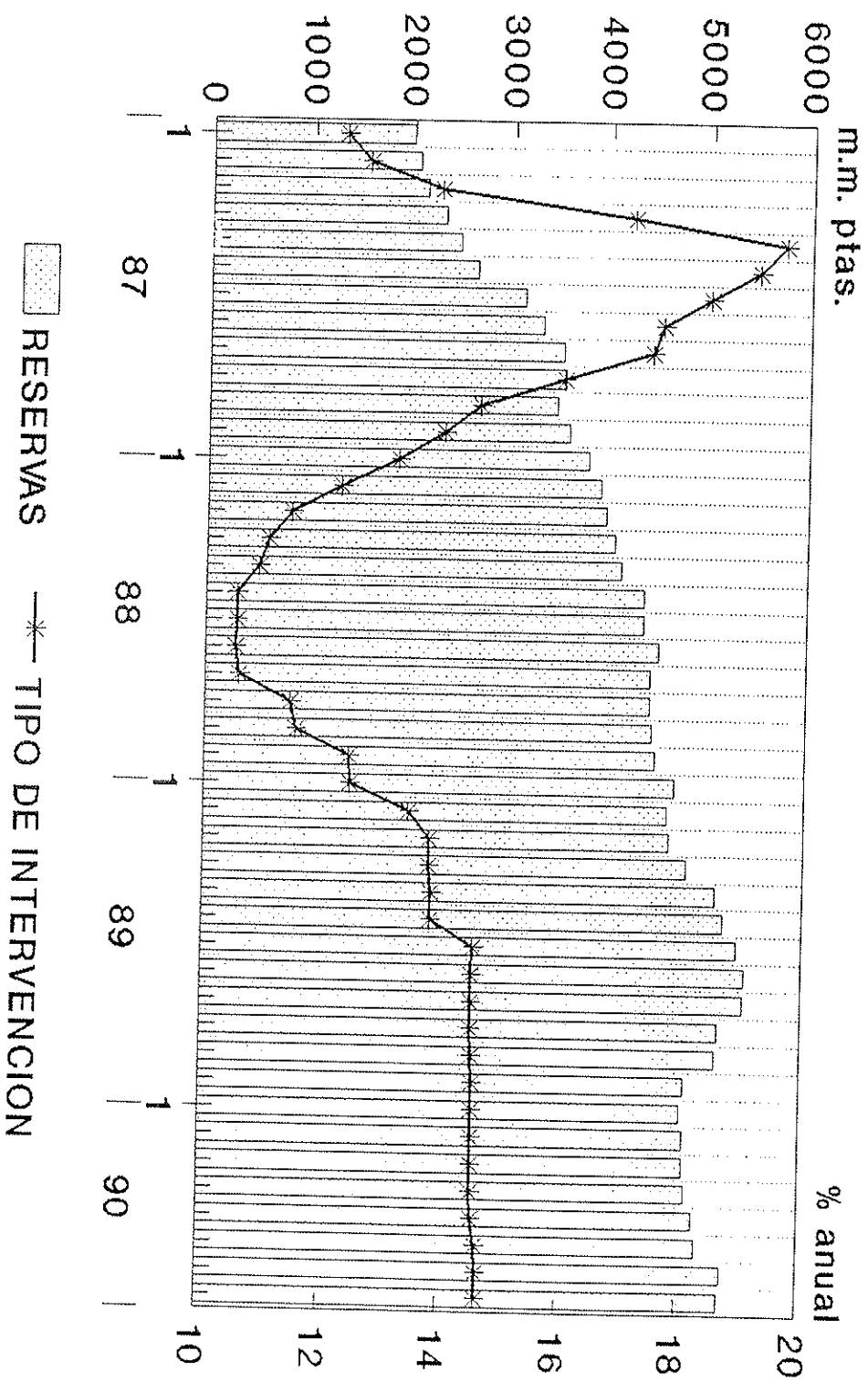
⁵Una evaluación empírica de la política de esterilización en España en los últimos años puede verse en Pérez-Campanero (1990b).

Reservas exteriores y tipo de descuento de ITALIA (miles de millones de DEG,y %)



FUENTE: OCDE

Reservas exteriores y tipo de intervención (miles millones ptas. y %)



FUENTE: Banco de España

3. EL SIGNIFICADO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EUROPEA

El programa de construcción de un mercado único en Europa para finales de 1992, caracterizado por la libre circulación de bienes y servicios, y la libre circulación de trabajadores y capitales, supondrá un claro beneficio económico para los países de la Comunidad, en términos de ganancias de productividad y producción, y de ganancias dinámicas en términos de crecimiento. Existirán, por un lado, economías de escala y economías de alcance derivadas de la creación de un mercado más amplio y más competitivo; y por otro, se podrán explotar las ventajas comparativas básicas derivadas de las diferencias en dotaciones factoriales⁶. Sobre este tema existe un acuerdo bastante general entre los analistas.

Sin embargo, no existe el mismo tipo de consenso sobre la necesidad o conveniencia de acompañar la construcción del mercado único con una Unidad Monetaria. En general, no obstante, la opinión mayoritaria tanto en círculos académicos como gubernamentales es la de que, en palabras de Viñals (1989), "existen razones económicas de peso (...) que sugieren la conveniencia de que un mercado más integrado se dote de una mayor dosis de estabilidad cambiaria y, eventualmente, de una estabilidad plena". La opinión de consenso en Europa continental parece ser la de ir hacia una moneda única europea, administrada por un único banco central federal; mientras que en el Reino Unido se defiende la permanencia de las actuales monedas y bancos centrales nacionales junto a una "moneda común" administrada por un Fondo Monetario Europeo.

⁶El análisis conceptual de los efectos del mercado único puede encontrarse en Krugman (1987) y en Baldwin (1989). Las evaluaciones empíricas de estos efectos están contenidas en Cecchini (1988), Baldwin (1989) y en Smith y Venables (1988). El análisis y las evaluaciones cuantitativas de los efectos de 1992 para España se podrán encontrar en Viñals et al (1990), Gual et al (1990) y Mañas (1989).

Las aludidas razones económicas para reforzar la estabilidad cambiaria son de varios tipos:

(1) La unión monetaria supone una reducción de los costes de transacción derivados de la conversión de divisas. Este es uno de los elementos más enfatizados en la militante defensa que la Comisión Europea hace del proyecto de moneda única⁷. Así, la Comisión estima que el paso a una moneda única supondría un ahorro anual en términos de costes de transacción que puede elevarse a un 0,35%-0,4% del PIB comunitario. Estos costes de transacción se pueden clasificar en tres categorías:

(a) costes financieros, debidos a las comisiones por operaciones en divisas que empresas y particulares pagan al sector financiero, y las diferencias entre tipos compradores y vendedores en las cotizaciones de divisas.

(b) costes internos de las empresas, debidos a la necesidad de dedicar medios materiales y humanos a la gestión y cobertura del riesgo de cambio y a las operaciones en divisas.

(c) costes en términos de tiempo y gastos pecuniarios asociados a la ejecución de las órdenes de pago internacionales.

(2) En segundo lugar, una reducción de la incertidumbre asociada con las fluctuaciones cambiarias. Dado que hay un retraso entre la firma de un contrato de comercio internacional y la fecha del pago, existe un riesgo de cambio asociado. Aunque en principio este riesgo podría cubrirse con operaciones en instrumentos financieros derivados (futuros, opciones), la cobertura del riesgo tiene un coste, y además los mercados pueden no ser completos en cuanto a existencia de productos en todas las divisas y plazos necesarios. Por ello, el riesgo de variabilidad en la cotización de las monedas tenderá a afectar adversamente al comercio. Además de este factor de riesgo, puede producirse un efecto adicional debido

⁷Véase Comissssion of the European Communities (1990), cap. 3.

a la desvinculación de los tipos de cambio de las variables reales que surge, en palabras de Krugman, por "una especial clase de inercia debida a la volatilidad de los tipos de cambio. En un mundo de tipos de cambio erráticos y altamente inciertos, las empresas tienen incentivo a adoptar una actitud de 'esperar y ver' hacia las decisiones de precios y comercio exterior"⁸, de forma que la inestabilidad cambiaria puede llegar a reducir el grado de integración internacional de las economías.

(3) Una tercera línea de argumentación se basa en la teoría tradicional de las áreas monetarias óptimas, según la cual la constitución de una región en área monetaria resulta más ventajosa cuanto mayor sea la movilidad de los factores productivos dentro del área [Mundell (1961)], puesto que la movilidad factorial suministrará el mecanismo de ajuste perdido con la renuncia al tipo de cambio; cuanto mayor sea el grado de apertura de la economía [McKinnon (1963)], puesto que la inestabilidad de precios asociada con el uso del tipo de cambio como mecanismo de ajuste para compensar shocks de demanda aumentará con la proporción de bienes comerciados en la producción; y cuanto mayor sea el grado de diversificación de la producción dentro del área [Kenen (1969)], puesto que será menos preciso el uso del tipo de cambio para absorber shocks específicos a una línea de producción. Europa es una área con producción diversificada, y el proceso de construcción del mercado único tenderán a aumentar la movilidad factorial y el grado de apertura de las economías, por lo que a medida que se avanza en el proceso de integración económica en Europa se tenderán a satisfacer en mayor medida las condiciones para la constitución de un área monetaria óptima.

(4) El coste de la moneda única es la pérdida del tipo de cambio como instrumento de política económica para responder a los shocks. Pero, con el paso a la UEM, podría disminuir la importancia de los shocks asimétricos (específicos a un país, o comunes a varios países, pero con efectos diferentes por países) frente a la de los

⁸Krugman (1989), p.10.

shocks simétricos. Entre los factores que tenderán a reducir la importancia de los shocks asimétricos se encuentran:

- la construcción del mercado único hará más importante la integración intra-industrial (frente a la integración inter-industrial), lo que traerá como resultado que los shocks sectoriales sean más simétricos
- la desinflación consecuencia de la disciplina monetaria debilitará los esquemas de indexación salarial
- el mercado único puede favorecer la movilidad laboral como mecanismo de ajuste alternativo
- la mayor integración de los mercados de capital facilitará la financiación de los desequilibrios temporales

(5) Finalmente, puede también adelantarse una línea de argumentación basada en la posible existencia de movimientos de capital desestabilizadores en ausencia de una unión monetaria, debido a la ausencia de una convergencia previa en las condiciones económicas básicas y en la actuación macroeconómica de los distintos países. La alternativa, obviamente, sería el paso a un sistema de tipos de cambio mucho más flexibles; pero esta alternativa queda descartada dada la decisión política de caminar hacia una mayor integración económica y monetaria en Europa.

Lo que continúa siendo un tema abierto e insuficientemente discutido son los aspectos de política fiscal de la UEM. De hecho, es éste el elemento crucial sobre el que se van a centrar las discusiones económicas y las disputas políticas futuras sobre la UEM.

En la concepción del informe Delors y en las posiciones dominantes hoy en Europa está la idea de imponer limitaciones (mediante el establecimiento de procedimientos de coordinación y de límites a los déficits fiscales de algún tipo aún no determinado) al uso de las políticas presupuestarias nacionales con propósitos de estabilización y de acomodación de los shocks específicos a un país.

Como han señalado diversos autores⁹, si se renuncia al uso del tipo de cambio como instrumento de ajuste, y con el papel de la política monetaria severamente limitado en una unión monetaria, sólo hay dos posibles mecanismos de ajuste ante perturbaciones reales específicas a un país: una mucho mayor movilidad geográfica del factor trabajo (que no parece vaya a producirse) o la política fiscal. En ausencia de un presupuesto comunitario que pueda desempeñar las funciones de una política fiscal federal y dado el muy reducido uso que se prevee para los fondos estructurales comunitarios como mecanismo de compensación, la limitación a las políticas fiscales nacionales priva por completo a los gobiernos de instrumentos para acomodar shocks nacionales específicos a un país.

El único factor que se puede aducir en sentido contrario sería el argumento de que en la nueva Europa integrada van a prevalecer los shocks de tipo sectorial (específicos a una industria concreta) sobre los shocks de tipo nacional (específicos a un país).

¿Qué interpretación cabe dar a este estado de cosas, en puertas de la discusión sobre la reforma legal e institucional que conducirá al paso a las etapas II y III de la UEM previstas en el informe Delors?

Si pensamos, como afirma la Comisión Europea en su estudio One Market, One Money, que en última instancia "la flexibilidad de precios y salarios constituye el mecanismo de ajuste básico como sustituto al tipo de cambio nominal" (capítulo 5), quizá podamos interpretar el establecimiento de cortapisas a la autonomía fiscal de los países como una forma adicional de crear incentivos para un necesario ajuste económico, de la misma forma que la pertenencia al SME crea los incentivos adecuados para evitar que el banco central acomode mediante la depreciación del tipo de cambio unos elevados incrementos de los salarios nominales.

Otra interpretación, quizá más perturbadora, es que estamos

⁹Branson (1990), Fernández (1989) y Goodhart (1990), entre otros.

ante una velada e irresistible apelación hacia una mayor centralización en Europa, con un traspaso importante de competencias hacia la administración federal. Históricamente, la mayoría los procesos de unión monetaria se han producido de forma paralela a una tendencia hacia una mayor unidad fiscal y una mayor unificación política. Recientemente, Eichengreen (1990) ha resaltado también el papel del federalismo fiscal en el caso americano y augurado que una posible solución al dilema, dada la reducida movilidad laboral intraeuropea, es una versión europea del federalismo fiscal.

Sea cual sea la interpretación de la configuración fiscal de la nueva Europa, la misma plantea algunos problemas técnicos ineludibles. La falta de disciplina fiscal de uno o varios Estados podría poner en juego la política tendente a la estabilización de precios del banco central europeo, bien sea debido a una presión para acomodar la expansión fiscal (similar a la que los tesoros nacionales plantean a sus bancos centrales); a las externalidades producidas (reflejadas en un mayor coste de recursos ajenos) por la posible quiebra de algunos de los Estados miembros o su eventual abandono de la UEM; o, finalmente, a las presiones políticas que se ejercerían sobre otros gobiernos para salvar de la quiebra a un Estado soberano insolvente.

La discusión se plantea, en estos momentos, en relación a las condiciones bajo las que la disciplina del mercado (basada en la regla de 'no-bailout') puede funcionar. Bishop (1990), por ejemplo, ha propuesto ciertas reglas diseñadas para reforzar la disciplina de mercado de forma que se garantice la estabilidad del sistema financiero comunitario, y asegurar que funcione de forma suave y progresiva, y no catastrófica y abrupta:

- * una información completa y normalizada sobre el estado consolidado de la deuda soberana, para que los inversores tengan toda la información disponible

- * al objeto de evitar crisis de liquidez (como la de la ciudad de New York en 1975), supervisión comunitaria de la

estructura por plazos de la deuda, con un objetivo ideal de una vida media de 5 años.

- * prohibición al banco central europeo de mantener deuda pública

- * eliminación de los privilegios (fiscales, requerimientos sobre composición de carteras privadas, etc.) de la deuda soberana

- * inclusión de la deuda soberana en los límites legales de riesgo de crédito

- * inclusión con ponderación positiva de la deuda soberana en los coeficientes bancarios de solvencia

Aunque algunas de estas propuestas sean discutibles, apuntan hacia el tipo de cuestiones que se van a empezar a discutir en los próximos meses. En la medida en que el mercado no internalice, reflejándolo en las diferencias adecuadas en las TIR exigidas, los diferentes riesgos asociados a diferentes tipos de deuda soberana, y en la medida en que la solidaridad política entre Estados prevalezca sobre las realidades financieras, el mecanismo de disciplina de mercado reforzado por estos cambios en las regulaciones prudenciales será insuficiente para evitar que el comportamiento de algunos Estados dificulte la ejecución de las políticas comunitarias, y exigirá una mayor coordinación de las actividades de los distintos Estados miembros.

4. LIBERALIZACIÓN, MERCADO ÚNICO Y AJUSTE MACROECONÓMICO

La integración de España en la Comunidad Europea en 1986 supuso el comienzo del proceso de liberalización de los flujos comerciales y de servicios en el que aún estamos inmersos. Las importantes reformas asociadas al programa de construcción del mercado único europeo en 1992 y la liberalización asociada de los flujos de capital significan un adicional cambio permanente del entorno económico. Además, España se ha sumado al proceso de integración monetaria europea, con la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del SME primero, y con la participación en la unión monetaria europea en el futuro.

¿Qué significará todo ello para la economía española? Ya se han ilustrado estas ideas en los apartados anteriores, pero aquí se volverá a incidir sobre alguno de estos puntos.

La serie de estudios sobre el shock "CEE más 1992"¹⁰ han documentado suficientemente los aspectos relacionados con la apertura de la economía española. A largo plazo, los efectos no pueden ser más favorables, a pesar de la existencia de costes asociados al proceso. España podrá explotar su ventaja comparativa en la producción de bienes intensivos en trabajo, y al mismo tiempo beneficiarse del aumento de la competencia y de la generación de economías de escala y alcance asociadas a la ampliación del mercado. Los costes de ajuste pueden ser importantes, no obstante, debido en buena medida a los impedimentos que la reducida movilidad laboral y el insuficiente desarrollo de los mercados de capital imponen a los flujos intersectoriales de factores. Las rigideces del mercado de trabajo aumentan la importancia de estos costes de ajuste.

Los problemas de ajuste macroeconómico se han singularizado en el dilema de la política monetaria: la imposibilidad de mantener

¹⁰De próxima publicación por Alianza Editorial. Un resumen de estos trabajos se puede encontrar en Viñals et al (1990).

una política monetaria restrictiva para luchar contra la inflación y al mismo tiempo evitar la apreciación de la peseta frente a otras monedas europeas se ha resuelto en un sustancial déficit exterior y una inflación difícil de contener.

Además de jugar el papel habitual deflacionario a través del cambio en la generación de expectativas de precios y salarios, en el caso español la entrada en el mecanismo de cambios del SME ha sido útil para frenar la apreciación de la peseta y disipar las incertidumbres sobre el marco futuro de actuación monetaria¹¹. Pero ello no ha eliminado el dilema fundamental al que se alude en el párrafo anterior. Como señala Krugman a partir de consideraciones teóricas inspiradas por el caso de España, "la política monetaria no puede resolver este conflicto por sí sola. Una política monetaria que intente preservar un tipo de cambio competitivo conduce a la inflación; una política que intente controlar la inflación conduce a una moneda peligrosamente fuerte. Una política que oscile entre estos dos objetivos reúne un poco de ambos problemas. Dejando a un lado los controles de capital, el único recurso disponible es la restricción fiscal. Un cálculo aproximado par España sugiere, sin embargo, que sólo una muy severa contracción fiscal puede resolver el dilema"¹².

En este contexto, y a la vista del shock del petróleo que según todas las estimaciones sacudirá a la economía española más fuertemente que a nuestros competidores entre las economías industriales, parece imprescindible adoptar una estrategia de búsqueda de la competitividad de la economía española, y del mantenimiento de una política económica tendente hacia la estabilidad de precios y hacia la disciplina fiscal.

Dos problemas resultan de particular urgencia de cara al planteamiento de esta estrategia de esfuerzo de competitividad y de mantenimiento de la ortodoxia de la política económica. En primer

¹¹Como indica, entre otros, Fernández (1990).

¹²Krugman (1990), p.139.

lugar, sería necesario acabar con el actual grado de indiciación de la economía española, porque, en otro caso, la espiral de crecimiento inflacionista de salarios y precios eliminaría todo el terreno costosamente ganado con la aplicación de una política monetaria restrictiva y un tipo de cambio sobrevaluado. Y en segundo lugar, imponer la disciplina fiscal a las administraciones territoriales. Es no sólo económicamente ineficiente sino regresivo desde el punto de vista redistributivo, que todo el esfuerzo contractivo que pueda realizar la administración central (en un país con tan graves carencias de infraestructuras básicas, y con tan graves insuficiencias en los programas sociales) se pierda debido a un comportamiento expansivo de las administraciones autonómicas y locales. Cabe recordar a este respecto que algunas administraciones autonómicas han asumido ya deudas prácticamente equivalentes al PIB de la región, y que el endeudamiento no titularizado (por ejemplo, créditos bancarios) no está sometido a los límites previstos en la LOFCA.

REFERENCIAS

Artis, M. y Nachane, D. (1990): "Wages and prices in Europe: a test of the German leadership thesis". Weltwirtschaftliches Archiv, band 126, heft 1, pp. 59-77.

Artis, M.J. y Taylor, M.P. (1988): "Exchange rates, interest rates, capital controls and the European Monetary System: assesing the track record". En Giavazzi, F., Micossi, S. y Miller, M. (ed.), The European Monetary System, Cambridge University Press, Cambridge, England.

Ayuso, J. (1989): "Inflación, reputación y anuncios". Banco de España. Centro de Estudios Monetarios y Financieros. Documento de Trabajo 8903.

Baldwin, R. (1989): "The growth effects of 1992", Economic Policy, vol. 9, núm. pp. 247-281.

Bishop, G. (1990): "The creation of an EC "Hard Money" union". Salomon Brothers. 1992 and Beyond Series.

Branson, W. (1990): "Financial market integration, macroeconomic policy and the EMS". En Bliss, C. y Braga de Macedo, J. (ed.), Unity with Diversity in the European Economy. The Community's Southern Frontier, Cambridge University Press, Cambridge.

Cecchini, P. (ed.) (1988): "Europa 1992: una apuesta de futuro", Alianza Ed., Madrid.

Commission of the European Communities (1990): "One Market, One Money", European Economy, nº 48, Octubre.

Dornbusch, R. (1989): "Credibility, debt and unemployment: Ireland's failed stabilization", Economic Policy, vol. 8, núm. April, pp. 173-211.

Eichengreen, B. (1990): "One money for Europe? Lessons from the US currency union", Economic Policy, vol. núm. 10, pp. 117-187.

Fernández, V.J. (1988): "Liberalización económica, credibilidad y entrada en el SME", Información Comercial Española, vol. 657, Mayo, pp. 127-135.

Fernández, V.J. (1989): "Aspectos de política fiscal y regional en el Informe Delors", Información Comercial Española, vol. 675, Noviembre, pp. 79-90.

Fernández, V.J. (1990): "La necesidad de un doble esfuerzo de competitividad ante la nueva crisis del petróleo". En Círculo de Empresarios, La política económica española en el contexto económico

internacional hoy previsible para los años 90 (en prensa).

Fisher, S. (1987): "British monetary policy". En Dornbusch, R. y Layard, R. (ed.), The Performance of the British Economy, Oxford University Press, Oxford.

Fratianni, M. y von Hagen, J. (1989): "The European Monetary System: Ten years after", Carnegie-Rochester Public Policy Conference Series, April.

Giavazzi, F. (1988): "Incentives to fix the exchange rate", European Economic Review, vol. 32, núm. 2-3, pp. 382-87.

Giavazzi, F. (1989): "Reglas de política monetaria en la transición", Información Comercial Española, vol. 675, Noviembre, pp. 129-132.

Giavazzi, F. y Giovannini, A. (1989): Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System, M.I.T. Press, Cambridge, MA.

Giavazzi, F. y Pagano, M. (1988): "The advantage of tying one's hands. EMS discipline and central bank credibility", European Economic Review, vol. 32, núm. 5, pp. 1055-1082.

Giavazzi, F. y Spaventa, L. (1990): "The 'New' EMS". CEPR. Discussion Paper 369.

Goodhart, C. (1990): "Economic and Monetary Union (EMU) in Europe". LSE Financial Markets Group. Special Paper Series 24.

Gual, J., Martínez-Giralt, X. y Vives, X. (1990): "Impacto del mercado único en los sectores industriales españoles". FEDEA. Documento de Trabajo 90-06.

Hevia, J. de (1990): "Cuantificación de la importancia relativa del tipo de cambio peseta-marco en la política cambiaria". FEDEA. Documento de Trabajo 90-13.

Kenen, P. (1969): "The theory of optimum currency areas: an eclectic view". En Mundell, R. y Swobodova, A. (ed.), Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press, Chicago.

Krugman, P. (1987): "Economic Integration in Europe: Some conceptual issues". En Padoa-Schioppa, T. (ed.), Efficiency, stability and equity, Oxford University Press, Oxford.

Krugman, P. (1989): Exchange-Rate Instability, The MIT Press, Cambridge, MA.

Krugman, P. (1990): "Macroeconomic adjustment and entry into the EC: a note". En Bliss, Ch. & Braga de Macedo, J. (eds.), Unity with Diversity in the European Economy: the Community's Southern Frontier, Cambridge University Press, Cambridge.

Mañas, L. (1989): "Mercado único y límites a la capacidad regulatoria nacional". Mimeo.

McKinnon, R.I. (1963): "Optimum currency areas", American Economic Review, vol. 52, pp. 717-24.

Melitz, J. (1988): "Monetary discipline and cooperation in the European Monetary System: a synthesis". En Giavazzi, F., Micossi, S. y Miller, M. (ed.), The European Monetary System, Cambridge University Press, Cambridge, England.

Mundell, R.A. (1961): "A theory of optimum currency areas", American Economic Review, vol. 51, pp. 509-517.

Pérez-Campanero, J. (1989): "Competitividad, credibilidad y especulación: algunas implicaciones de la pertenencia al SME". en Círculo de Empresarios, Crecimiento sin desequilibrios con la peseta en el SME: exigencias para la política de demanda y las políticas de oferta, Círculo de Empresarios, Madrid.

Pérez-Campanero, J. (1990a): EL Sistema Monetario Europeo. Descripción y funcionamiento. Cuadernos de Economía y Finanzas FEDEA nº.2. Madrid.

Pérez-Campanero, J. (1990b): "El problema de la esterilización: interacciones entre política monetaria e intervención en los mercados de divisas". FEDEA. Documento de Trabajo 90-12.

Persson, T. (1988): "Credibility of macroeconomic policy. An introduction and a broad survey", European Economic Review, vol. 32, pp. 519-532.

Rogoff, K. (1985): "Can exchange rate predictability be achieved without monetary convergence? Evidence from the EMS", European Economic Review, vol. 28, pp. 93-115.

Rubio, M. (1989): "La economía española en la Unión Monetaria Europea", Boletín Económico del Banco de España, Septiembre, pp. 5-8.

Smith, A. y Venables, A. (1988): "Completing the internal market in the European community: some industry simulations", European Economic Review, vol. 32, núm. 7, pp. 1501-1526.

Spaventa, L. (1989): "El nuevo SME: ¿simetría sin coordinación?", Información Comercial Española, vol. 675, Noviembre, pp. 133-140.

Ungerer, H., Evans, O., Mayer, T. y Young, P. (1986): The European Monetary System: Recent Developments, International Monetary Fund, Washington.

Ungerer, H., Evans, O. y Nyberg, P. (1983): The European Monetary System: the Experience, 1979-82, International Monetary Fund, Washington.

Viñals, J. (1989): "Del Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria Europea", Información Comercial Española, vol. 675, Noviembre.

Viñals, J. (1990): "The EMS, Spain and macroeconomic policy". CEPR. Discussion Paper Series 389.

Viñals, J. y otros (1990): "Spain and the 'EC cum 1992' shock". En Bliss, C. y Braga de Macedo, J. (eds.), Unity with Diversity in the European Economy. The Community's Southern Frontier, Cambridge University Press, Cambridge.

Wyplosz, C. (1989): "EMS puzzles". mimeo.