

**POLITICA CAMBIARIA EN LA TRANSICION HACIA
LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA EUROPEA***

JAVIER MAYCAS TARASCON**

Documento 91-10

Abril, 1991

- * Trabajo preparado para el debate FUNDES-FEDEA "España ante la Unión Económica y Monetaria Europea", y recogido en el libro número 4 de la colección Debates FEDEA.
- ** Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid y Master en Economía por la Universidad de Columbia (Nueva York). Ha sido profesor encargado de curso de Teoría Económica en la Universidad Autónoma de Madrid y, en la actualidad, es profesor asociado de Financiación Internacional en dicha Universidad. Su actividad principal la desarrolla en el Banco de España, donde es titulado del Servicio de Estudios, adscrito a la Oficina de Operaciones Exteriores del Departamento Extranjero.

I. EL CAMINO HACIA LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA EUROPEA

I.1. EL "INFORME DELORS"

El pasado mes de junio de 1989, el Consejo Europeo aprobó el "informe Delors" para la construcción de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEME). Dicho informe considera el proceso de avance hacia la Unión Económica y Monetaria como un todo, si bien en este proceso se distinguen tres etapas, a través de las cuales se establecería dicha UEME. El Consejo Europeo consagró, igualmente, dos principios que habrán de presidir el conjunto del proceso: el principio de paralelismo (según el cual se deben acompañar los ritmos de avance hacia la Unión Económica y hacia la Unión Monetaria) y el principio de subsidiariedad (es decir, la atribución de competencias a nivel comunitario se limitará a aquellas áreas en que sea necesaria la toma de decisiones colectivas).

La Unión Económica se caracterizará internamente por la libre circulación de bienes, servicios, capital y personas; y externamente por una política comercial común frente a terceros países. En este sentido, la creación del "mercado único europeo" constituirá un paso esencial hacia la consecución de dicha Unión Económica. Por su parte, la Unión Monetaria requerirá el establecimiento de tipos de cambio fijos e irrevocables entre las distintas monedas nacionales, o la sustitución de estas por una moneda común única.

De acuerdo con el "informe Delors", el proceso hacia el establecimiento de la UEME será gradual y constará de tres etapas intermedias. La primera etapa -que se inició el pasado 1 de julio de 1990- se desarrollará en un contexto de plena libertad en los movimientos internacionales de capital, lo que exigirá que se avance en la convergencia y coordinación de las políticas monetarias nacionales, si no se quiere poner en peligro el objetivo de estabilidad cambiaria en la CEE. Igualmente, será necesario que los países que en la actualidad no participan en el mecanismo de cambios del SME se vayan incorporando a él, y que desaparezcan las situaciones especiales (banda ancha) dentro del mismo.

En la segunda fase será preciso lograr un todavía mayor grado de coordinación de las políticas económicas (no sólo la monetaria) de los países miembros, así como la transferencia de ciertas competencias de los países a la Comunidad. En esta segunda fase está prevista la creación de un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Realmente, el establecimiento de tal Sistema no sería estrictamente necesario hasta que no se llegase a la Unión Monetaria; sin embargo, su creación sí puede ser conveniente como medio para facilitar la transición entre la coordinación de las políticas monetarias nacionales, característica de la primera fase, y la formulación e instrumentación de una política monetaria común, que tendrá lugar en la última etapa del proceso.

Finalmente, la UEME requerirá, en su última fase, el establecimiento de tipos de cambio fijos e irrevocables entre todas las monedas de los países miembros. Ello exigirá una política monetaria común, una más estricta coordinación del resto de las políticas económicas y una más amplia transferencia de competencia de los países a la Comunidad. La política monetaria se formulará e instrumentará a nivel comunitario, a través del SEBC, integrado por una institución central y el conjunto de los bancos centrales nacionales.

Si bien no es estrictamente necesaria para el establecimiento de la UEME, la adopción de una moneda única contaría con innumerables ventajas, ya que permitiría dotar de un mayor carácter de permanencia a todo el proceso de integración, favorecería la gestión monetaria en la CEE y eliminaría los costes de transacción que se derivarían del intercambio de las distintas monedas nacionales.

La ECU contiene en potencia las principales características necesarias para llegar a ser la moneda única europea, para lo cual sería necesario que pasara de ser una cesta de monedas a constituirse en una verdadera moneda independiente de cualquier otro activo de reserva. Dicha moneda única sería emitida por el SEBC, cuyo objetivo prioritario consistiría, precisamente, en salvaguardar el valor interno y externo de la moneda única y, por lo tanto, preservar la estabilidad monetaria en la CEE.

El "informe Delors" ha sido criticado en ocasiones por su gradualismo y por su incapacidad de establecer un calendario preciso entre las sucesivas etapas. Sin embargo, esta cierta ambigüedad e inconcreción puede representar, por el contrario, su mayor virtud, al permitir que las distintas etapas se vayan llenando de contenido y que el propio proceso se acelere o retrase en función de la propia evolución de las economías europeas, evitando

así que todo el proceso se pueda venir abajo en un determinado momento. Igualmente, se ha señalado en ocasiones que el "informe Delors" no se pronunciaba de forma inequívoca sobre la necesidad de establecer una moneda común única. Con posterioridad al "informe Delors", parece percibirse un mayor consenso entre las autoridades económicas de los distintos países respecto a las ventajas asociadas al hecho de que dicha moneda común acabe por sustituir a las monedas nacionales, una vez que se hayan establecido las paridades fijas e irrevocables entre ellas. El establecimiento de la moneda única podría constituir una cuarta y última etapa, a través de la cual la Unión Monetaria Europea se perfeccionaría.

Con posterioridad a la aprobación del "Informe Delors" se han producido una serie de acontecimientos, entre los que cabe subrayar, especialmente, el proceso de reunificación alemana y la crisis del golfo Pérsico, que han tenido una gran trascendencia en la discusión respecto a cual debe ser el ritmo más adecuado de avance hacia la Unión Monetaria Europea y el papel que habrá de desempeñar la segunda etapa de dicho proceso. Permítaseme, sin embargo, diferir esta discusión al momento en que se examine la posible configuración y duración de la segunda etapa del proceso hacia la UEME.

I.2. LA PRIMERA ETAPA

La primera etapa hacia la Unión Monetaria constituye, básicamente, un período de perfeccionamiento del Sistema Monetario Europeo (SME) y no requerirá ningún cambio institucional, por lo que para su desarrollo no será necesario introducir ninguna reforma en el Tratado de Roma. Aunque teóricamente el inicio de la primera etapa comenzó el pasado 1 de julio, en muchos aspectos se podría considerar que, de hecho, durante los últimos años el propio funcionamiento del SME ha anticipado la entrada en vigor de dicha etapa. En mi opinión, el último realineamiento de paridades, que tuvo lugar en enero de 1987, y los posteriores acuerdos de Nyborg-Basilea, de septiembre del mismo año, marcan el inicio de dicha etapa.

En dichos acuerdos de Nyborg-Basilea, se reconocía que, alcanzado ya un grado importante en la liberalización de los movimientos de capital, la estabilidad cambiaria lograda sólo se podría mantener si los reajustes de paridades sólo respondían a desequilibrios básicos de las distintas economías, y no a presiones especulativas del mercado. Es este contexto de alto grado de libertad en los movimientos de capital lo que marca el inicio de una nueva fase en el funcionamiento del SME. El contenido de dicha fase -en la que no se ha producido en más de cuatro años ningún realineamiento, si se exceptúa el mini-ajuste de la lira italiana¹- coincide, básicamente, para la mayoría de los países actualmente miembros del SME con la primera etapa del proceso hacia la UEME.

Por otra parte, las decisiones de algunos países han permitido, igualmente, adelantar el inicio de la primera etapa. Baste citar como ejemplos, la incorporación de la peseta al mecanismo cambiario del SME, la reducción en la amplitud de la banda de la lira italiana, el desmantelamiento del sistema dual de tipo de cambio de franco belga-luxemburgués, o el adelantamiento por parte de Francia e Italia de sus compromisos de liberalizar plenamente sus movimientos de capital. Con posterioridad, ya en plena primera fase de la UEME, se ha producido la incorporación de la libra esterlina al mecanismo cambiario del SME.

La ausencia de la libra esterlina, durante los más de once años de vigencia del SME, había constituido la mayor insuficiencia de su mecanismo de disciplina cambiaria, pese a su evolución relativamente brillante. Por ello, no es extraño que la incorporación de la moneda británica al acuerdo cambiario del SME, pueda considerarse como un paso de gran trascendencia para la consolidación del proceso de avance hacia la UEME. Las peculiaridades de la economía británica -productora de petróleo, con unos mercados financieros enormemente desarrollados y cuya moneda presenta un grado de sustituibilidad

¹ El 8 de enero de 1990 se produjo una devaluación de la lira italiana del 3,68%, al tiempo que se reducía la amplitud de la banda de fluctuación de la moneda italiana del $\pm 6\%$ al $\pm 2,25\%$. Por lo tanto, desde un punto de vista técnico, se puede considerar éste como el duodécimo reajuste en la historia del SME, ya que la paridad central de la lira italiana respecto a las demás monedas se vio modificada. Sin embargo, desde un punto de vista operativo, se podría matizar la calificación de reajuste, dado que el margen de depreciación de la moneda italiana en el SME permaneció inalterado (véase Maycas (1990a)).

respecto al dólar superior al de la mayoría de las correspondientes a sus socios comunitarios- dotará de mayor riqueza y contenido al funcionamiento de SME. Sin que el papel del marco alemán como ancla del Sistema se vea debilitado, la incorporación de la libra proporcionará mayores elementos de simetría y permitirá un mayor protagonismo de las demás monedas pertenecientes al acuerdo de cambios de SME.

Igualmente, la incorporación de la libra esterlina constituye un importante avance en el proceso de integración europea, en el sentido de ir rompiendo las tradicionales reticencias de las autoridades británicas al proyecto de construcción europea. Subsisten todavía, no obstante, importantes resistencias en la posición británica respecto a la transferencia de soberanía a organismos comunitarios en la última fase de la Unión Monetaria, resistencias que será necesario se vayan minando a lo largo del proceso. En cualquier caso, la incorporación de la libra al mecanismo de cambios del SME representa el reconocimiento de una cierta cesión de autonomía en materia de política económica, que en un mundo tan interrelacionado como el actual, no podía diferirse por más tiempo.

Sin duda, la incorporación futura del escudo portugués y posteriormente de la dracma griega, así como la renuncia a bandas amplias de fluctuación constituirán pasos fundamentales y decisivos en el proceso de integración monetaria en la CEE. Pero, probablemente, el factor más importante de esta primera etapa lo constituirá el mantenimiento de la estabilidad cambiaria en un contexto de libertad plena de movimientos de capital.

La liberalización en los movimientos de capital amplía, sin duda, el potencial para que se produzcan trasvases de fondos entre los distintos países del SME, así como entre estos y terceros países, lo que tenderá a acrecentar la interdependencia mutua entre las distintas economías europeas. Esta intensificación de la interdependencia mutua implicará una reducción en los márgenes de autonomía de las políticas económicas nacionales, lo que reforzará la necesidad de coordinación de dichas políticas a nivel comunitario.

El impacto de la liberalización sobre el funcionamiento del SME y sobre su objetivo de estabilidad cambiaria estará más relacionado con una intensificación de su grado de sensibilidad a los movimientos de capital, que con un cambio en la naturaleza del funcionamiento del propio Sistema. El mayor potencial para que las operaciones de capital alcancen una mayor magnitud y movilidad tenderá a manifestarse especialmente en momentos de tensión en el SME. De aquí la necesidad de que las autoridades económicas actúen más rápida y coordinadamente para hacer frente a movimientos perturbadores de capital, si se quiere evitar que se produzcan realineamientos que no estén justificados por el comportamiento de las variables económicas de los países participantes en el acuerdo cambiario.

La instrumentación de la política monetaria se verá fuertemente afectada por la liberalización de los movimientos de capital. La restricción externa influirá cada vez más en la política monetaria, ya que hará que los flujos de capital intensifiquen su magnitud y movilidad. La definición del propio agregado monetario a controlar tendrá que modificarse, de forma que incluya los activos líquidos denominados en moneda nacional tanto en manos de residentes como de no residentes, y ya hayan sido emitidos por bancos nacionales o extranjeros. Igualmente, la demanda de dinero se hará un concepto más complejo y aumentará su inestabilidad. Todo ello hará que disminuya la eficacia de los instrumentos directos de control monetario e intensificará la tendencia -en la actualidad, creciente- hacia el uso de instrumentos indirectos, adquiriendo el control monetario a través de los tipos de interés un marcado protagonismo.

No obstante, la política monetaria a través de los tipo de interés perderá, igualmente, grados de autonomía, como consecuencia de la mayor sustituibilidad entre monedas. En ausencia de tensiones cambiarias, los diferenciales de interés tenderán a estrecharse y reflejarán, con mayor precisión que en el pasado, la probabilidad de apreciación o depreciación de cada moneda. Para la mayor parte de los países del SME, la política monetaria habrá de limitarse a mantener el tipo de cambio nominal en las bandas de fluctuación y, por lo tanto, el manejo del tipo de interés a corto plazo habrá de dirigirse al mantenimiento de un diferencial que asegure el cumplimiento de los objetivos cambiarios. La mayor inestabilidad de la demanda de dinero, también dificultará la

formulación e instrumentación de la política monetaria del país dominante de la zona, lo que podría difuminar, en alguna medida, el papel del marco alemán como ancla del Sistema y exigiría una coordinación monetaria más simétrica.

Lo anterior refleja, en definitiva, que la liberalización de movimientos de capital reforzará el vínculo entre política monetaria y cambiaria, que se verá además intensificado por la mayor dificultad de esterilizar las intervenciones cambiarias, en un contexto de creciente sustituibilidad entre activos denominados en diferentes monedas. En este sentido, las intervenciones cambiarias transmitirán con mayor frecuencia sus efectos sobre la base monetaria del país involucrado, por lo que la utilización de los diferenciales de interés y las intervenciones en el mercado de divisas tenderán a ser instrumentos más parecidos de la política cambiaria.

En definitiva, la plena liberalización de los movimientos de capital no sólo exigirá que se refuerce la coordinación de las políticas monetarias entre los distintos países, sino también la coordinación y coherencia de las distintas ramas de la política económica en cada país. En particular, esto será especialmente cierto para aquellos países que han adoptado una política monetaria relativamente disciplinada, en tanto que practican políticas fiscales más alegres y expansivas. La mayor sensibilidad de los movimientos de capital a los diferenciales de interés forzará a que los gobiernos de los países miembros transmitan a los mercados una determinada orientación de política económica a través de una combinación más equilibrada entre las orientaciones de las políticas monetarias, fiscal y de rentas, que habrán de ser, en todo caso, mutuamente compatibles a nivel nacional.

Recientemente, en la cumbre del Consejo Europeo celebrada en Roma en octubre de 1990, once de los doce países de la CEE han alcanzado un acuerdo para fijar el 31 de diciembre de 1993 como fecha de finalización de esta primera fase de avance hacia la Unión Monetaria, fecha en la que se presume que podrá estar ratificado por todos los parlamentos nacionales las reformas introducidas en el Tratado de Roma, necesarias para el comienzo de la segunda fase, y en la que se contará con un año de experiencia en el funcionamiento del mercado único europeo. No obstante, el establecimiento de un calendario preciso, que permita pasar automáticamente de una fase a otra, puede que no

sea lo más adecuado para dotar de solidez al avance hacia la UEME. Por ello, además de fijar una fecha, se ha condicionado el fin de la primera etapa a la obtención de una serie de resultados, tales como la participación plena y en las mismas condiciones del mayor número de países de la CEE en el SME y la consecución de un marcado avance en la convergencia económica de los distintos países miembros.

I.3. EL CONTENIDO DE LA SEGUNDA ETAPA

Las características de la segunda etapa del proceso de avance hacia la Unión Económica y Monetaria Europea habrán de ser definidas a través de la Conferencia Intergubernamental, que comenzó sus reuniones el pasado 14 de diciembre de 1990. Mientras que el contenido de las fases inicial y final de proceso de construcción de la UEME se encuentra bastante delimitado, con ciertos detalles todavía por concretar, quizás el más importante de los cuales se refiere al papel que habrán de desempeñar los bancos centrales nacionales en la última fase de la Unión Monetaria, la segunda fase se configura como un período transitorio entre la primera y tercera fase, sin un contenido propio que la distinga claramente del final de la primera etapa y del principio de la tercera.

Incluso, a lo largo de las discusiones que precedieron al comienzo de la Conferencia Intergubernamental, se pusieron de manifiesto opiniones que planteaban ciertas dudas sobre la conveniencia de que se mantuviera dicha fase en lugar de proceder directamente de la primera a la tercera etapa. Al mismo tiempo, surgieron otro tipo de propuestas, que si bien favorecían el mantenimiento de la segunda fase, la concebían como una etapa relativamente corta, cuya finalidad esencial sería la de evitar que se prolongara en exceso la primera fase, por lo que su mantenimiento contribuiría a acelerar todo el proceso hacia la construcción de la UEME. Desde este punto de vista, que concebía la segunda fase como una etapa corta y preparatoria de la tercera y última fase, la alternativa de avance hacia la Unión Monetaria en dos o más velocidades se configuraba como altamente probable.

El avance hacia la construcción de una Unión Monetaria Europea a dos o más velocidades plantea el riesgo de que se divida la Comunidad en dos partes, cuyas diferencias podrían tender a incrementarse, haciendo más difícil la posterior integración de los países que hayan alcanzado un menor nivel de convergencia. Para evitar este peligro, resultaría imprescindible que se dotara de un contenido propio a la segunda fase del proceso diseñado en el "plan Delors" para el avance hacia la Unión Monetaria. El rasgo más significativo que distingue a la segunda de la primera fase lo constituye el establecimiento del SEBC. Por lo tanto, para dotar de contenido propio a la segunda fase de la Unión Monetaria, fase de reforzamiento e intensificación de la convergencia y coordinación alcanzadas al final de la primera etapa, es preciso que se definan unas claras competencias y se dote de los instrumentos operativos necesarios al SEBC, y más concretamente a su institución central: el Banco Central Europeo (BCE).

La anteriormente comentada cumbre del Consejo Europeo de Roma alejaba, hasta cierto punto, los riesgos de caminar hacia la construcción europea a dos o más velocidades, al alargar los plazos para el desarrollo del proceso. No obstante, la "inevitabilidad" de una Europa a dos velocidades reaparece cada cierto tiempo, en los discursos de ciertos responsables económicos o monetarios de algunos países europeos. Por el contrario, la defensa de una segunda fase suficientemente larga permitiría la homogeneización de las condiciones económicas de los distintos países miembros, lo que garantizaría que el pase definitivo a la Unión Monetaria se realizase sin graves costos económicos.

En la configuración propugnada por los que defienden una segunda etapa prolongada, subsisten no obstante diferencias sustanciales. Así, Alemania y Holanda, que se oponen a una segunda etapa corta ante el riesgo de que los países menos convergentes pudieran provocar la necesidad de políticas económicas con una menos marcada orientación hacia la estabilidad de precios de las que practican actualmente sus respectivos gobiernos y bancos centrales, favorecen una segunda etapa que sería en gran medida una continuación de la primera, en la que el reforzamiento de la convergencia seguiría basándose en la cooperación voluntaria entre los distintos países participantes. Una configuración en la que la constitución del SEBC sólo tendría lugar muy al final de dicha fase, sin competencias

reales hasta la entrada en la tercera y última fase. Por el contrario, España y el Reino Unido de forma más clara, así como Francia e Italia, favorecerían la creación desde el comienzo de la segunda fase de una institución monetaria, no necesariamente el SEBC, dotada de mecanismos de disciplina adicionales que forzaran la convergencia de los países cuya situación económica estuviera más alejada de la estabilidad financiera.

La finalización de esta segunda fase, y la entrada en la fase definitiva de la Unión Monetaria, debería igualmente estar basada en los resultados concretos alcanzados en el proceso de convergencia, que exigiría especialmente una suficiente confluencia de las tasas de inflación hacia un nivel lo más bajo posible, el estrechamiento considerable de los diferenciales de interés entre las distintas monedas, el control de los déficits fiscales de forma que en ningún país fuera superior a la inversión pública, y la consecución de una Unión Económica plena.

II. COMPETENCIAS EN MATERIA DE POLITICA CAMBIARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE LA SEGUNDA FASE DE LA UEME

II.1. REFORZAMIENTO DEL SME

Como se ha señalado anteriormente, ya durante la primera fase del proceso de construcción de la UEME, y como consecuencia del impacto de la liberalización de los movimientos de capital sobre el funcionamiento del SME, se planteará la necesidad de que las autoridades económicas actúen más rápida y coordinadamente para hacer frente a los movimientos perturbadores de capital. De hecho, el reforzamiento del SME, que tuvo lugar a través de los acuerdos de Nyborg-Basilea, reconocía que el funcionamiento del acuerdo cambiario del SME debería hacerse más solidario y cooperativo, especialmente en momentos de tensión, que es cuando el incremento en el volumen y variabilidad de los flujos de capital puede revelarse más perturbador para el mantenimiento de la estabilidad cambiaria.

Con el inicio de la segunda fase para el establecimiento de la Unión Monetaria, es previsible que se haga necesario profundizar en el reforzamiento de los mecanismos de funcionamiento del SME. Ahora bien, ese reforzamiento irá, sin duda, en la línea marcada en los acuerdos de Nyborg-Basilea, es decir, en la línea de hacer más cooperativo y solidario el funcionamiento del acuerdo de cambios del SME. Probablemente sea necesario dotar de una mayor institucionalización a la actuación coordinada de los distintos países miembros, si bien habrá que encontrar un cierto equilibrio entre "reglas" y discreción, ya que este equilibrio ha sido uno de los elementos más importantes que ha facilitado la obtención de los logros alcanzados por el SME en el pasado.

Un elemento clave de este proceso de reforzamiento del SME radicará en la pretensión de hacer más simétricas que en el pasado las bases sobre las que se asienta la coordinación de políticas económicas, lo que implicará una redistribución de los costes y beneficios de dicha coordinación entre los países miembros. Esta mayor simetría, tanto en la coordinación de políticas económicas como en los propios mecanismos de funcionamiento del SME, cuenta en su favor con poderosos argumentos tanto de tipo económico como político. Desde un punto de vista económico, debido a que la liberalización de los movimientos de capital y la mayor convergencia alcanzada a lo largo de la primera fase hacia la Unión Monetaria harán más simétricas y homogéneas las distintas economías del SME, por lo que será necesario compartir el peso del ajuste que impone el mantenimiento de la estabilidad cambiaria. Desde un punto de vista político, igualmente, la coordinación simétrica presenta notables ventajas, ya que en otro caso los socios comerciales de Alemania perderían autonomía en la instrumentación de sus políticas económicas, sin que a cambio pudieran participar en el proceso de decisión de la política económica coordinada, lo que sería políticamente inaceptable para dichos países.

Por lo tanto, este elemento de mayor simetría va a presidir el espíritu de las propuestas que a continuación se van a formular con el objeto de reforzar los mecanismos de funcionamiento del SME y transferir ciertas competencias desde los bancos centrales nacionales a la institución central del SEBC. Dichas propuestas son complementarias en el sentido de que ni se implican ni se excluyen mutuamente.

II.2. PROPUESTAS

Dado que el Consejo Europeo, en su reunión de junio de 1989 en Madrid, consagró que el principio de subsidiariedad habrá de presidir todo el proceso hacia la UEME, la formulación e instrumentación de la política monetaria habrá de realizarse de forma descentralizada por los bancos centrales nacionales, si bien el BCE podría constituirse en el foro en el que se desarrollaría la coordinación ex-ante de dichas políticas monetarias. Sin embargo, es en el ámbito de la política cambiaria en el que se podría avanzar más rápidamente, en esta segunda fase, a través de una creciente centralización de funciones en el BCE.

En esta ponencia, se defiende una estrategia de "hard SME" en materia cambiaria, que ni requeriría ni excluiría un endurecimiento de la ECU. Las recientes propuestas para la segunda fase basadas en el endurecimiento de la ECU serán objeto de un breve comentario en la última sección de este trabajo.

Las propuestas que aquí se sugieren para fortalecer los elementos disciplinario y de simetría del SME, al tiempo que permite un traspaso de competencias desde el inicio de la segunda fase al Banco Central Europeo, son las siguientes:

(i) Estrechar el margen de fluctuación del SME y adoptar el compromiso explícito de recurrir a reajuste de paridades sólo en situaciones extraordinarias.

(ii) Dotar al BCE de capacidad para intervenir en los mercados de cambios en tres ámbitos: en los márgenes de la banda de fluctuación del SME, frente a terceras monedas y en ECUs privadas.

(iii) Encomendar al BCE la misión de regular y promocionar el mercado privado de la ECU y

(iv) Multilateralizar la financiación de las intervenciones en el SME.

En primer lugar, se propone incrementar el elemento de disciplina asociado a las bandas de fluctuación del SME, **reduciendo el margen de fluctuación bilateral entre las distintas monedas participantes del $\pm 2,25\%$** , que habrían alcanzado todas ellas al final de la primera fase, **al $\pm 1\%$** . Ello permitiría separar más claramente la segunda de la primera fase, al tiempo que exigiría una mayor convergencia y coordinación económica entre los distintos países participantes. Igualmente, esta medida consagraría el principio de gradualismo en el avance hacia la Unión Monetaria, que se caracterizaría en su última fase por paridades cambiarias fijas. Este menor margen de fluctuación podría venir acompañado del compromiso explícito de recurrir a reajustes de paridades sólo en situaciones extraordinarias, consecuencia previsiblemente de la existencia de "shocks" asimétricos. La decisión de proceder a un reajuste de paridades podría requerir además algún tipo de mayoría reforzada en el SEBC, que sería el responsable de tal decisión en conjunción con el Consejo de Ministros de Economía.

Igualmente, se propone dotar al BCE de **capacidad para realizar intervenciones en los mercados de cambios**, para lo cual debería contar con un cierto volumen de reservas en diferentes divisas. Este **fondo de reservas** se formaría a través de las aportaciones de los bancos centrales nacionales. Existen distintas alternativas respecto a la forma a través de la cual se determinaría la aportación individual de cada banco central. Quizás la forma más natural de constitución de dicho fondo de reservas sería a través de su vinculación al mecanismo de creación de ECUs, ligeramente modificado.

El volumen de ECUs asignado a cada banco central continuaría siendo el contravalor del 20% de sus tenencias de oro y dólares, pero a cambio los bancos centrales cederían (real y no simbólicamente) un volumen equivalente en dólares, yens y divisas comunitarias, distribuidas de acuerdo con la composición de sus reservas. El período de vigencia del swap podría extenderse al año, renovable sucesivamente por períodos iguales de tiempo. En cualquier caso, como consecuencia de las intervenciones en el mercado de cambios del BCE, la composición del fondo de reservas se vería modificada, lo que implicaría un riesgo de cambio que habría de ser asumido por los bancos centrales nacionales, bien en proporción a sus aportaciones respectivas de reservas o en función de sus respectivas participaciones en el capital social del Banco Central Europeo. Igualmente,

El BCE tendría capacidad para realizar operaciones en el mercado de divisas con objeto de adaptar la composición del fondo de reservas a sus necesidades de intervención cambiaria, lo que a su vez implicaría un riesgo cambiario adicional.

Como ya se ha señalado, la gestión del fondo de reservas sería competencia del BCE. Además dicha institución central estaría capacitada para **intervenir en los mercados de cambios** en tres ámbitos: (i) **frente a terceras monedas** (especialmente en relación al dólar USA y yen japonés); (ii) en **intervenciones marginales** en monedas comunitarias; y (iii) en el mercado de cambios de la ECU **privada**

En efecto, el BCE tendría competencias para formular e instrumentar una **política común del SME frente al dólar y el yen**. El objetivo de esta política común consistiría en establecer una fluctuación conjunta de las monedas europeas frente al dólar y el yen y dotar de mayor cohesión al SME, tratando de reducir la tensión que tiende a crear el impacto desigual que las variaciones del dólar provocan sobre las distintas monedas comunitarias. El BCE decidiría el momento y el volumen adecuado en el que realizar intervenciones concertadas frente al dólar y el yen, interviniendo directamente en los mercados de cambios y dirigiendo las intervenciones de los distintos bancos centrales nacionales.

Igualmente, el BCE colaboraría con los bancos centrales nacionales cuyas monedas hubieran alcanzado el límite máximo de fluctuación bilateral, **interviniendo simultáneamente con los bancos centrales involucrados comprando la moneda "débil" a cambio de la moneda "fuerte"**. Al término del día, el BCE asumiría con cargo al fondo de reservas el 50% del volumen conjunto de intervenciones marginales que se hubiera realizado, para lo cual se efectuarían entre dicha institución y los bancos centrales las transferencias de activos de reserva que fueran precisas. El objetivo de permitir que el BCE realizara intervenciones marginales conjuntamente con los bancos centrales sería, por una parte, dotar de mayor eficacia a dicho tipo de intervenciones y, por otra, multilateralizar el coste del ajuste que implican tales operaciones en el mercado de divisas. Esta multilateralización estaría justificada por el hecho de que el mantenimiento de la estabilidad cambiaria constituye un beneficio para todos los países participantes (configurándose la

estabilidad cambiaria como un bien público), por lo que todos ellos habrían de contribuir a financiar su coste. La institución central sólo asumiría el 50% de la intervención marginal para evitar que se debilitasen los mecanismos disciplinarios asociados a los límites de las bandas de fluctuación. Por su parte, las intervenciones intramarginales serían competencia exclusiva de los bancos centrales nacionales.

Otra de las responsabilidades que asumiría el BCE radicaría en la **regulación del mercado privado de la ECU**. Dicha institución central velaría para que no existieran trabas a la utilización de la ECU en ninguno de los mercados comunitarios y desempeñaría el papel de prestamista en última instancia en ECUs. También podría realizar intervenciones cambiarias con el fin de contribuir a un desarrollo ordenado de los mercados cambiarios de la ECU, así como para influir en su cotización cuando ello se juzgara conveniente.

Por último, se propone la **multilateralización de la financiación de las intervenciones en el SME**, a través de la fusión en un sólo mecanismo crediticio de la "Financiación a muy corto plazo" y el "Mecanismo de movilización de ECUs". En la actualidad, existen dos mecanismos a través de los cuales se pueden financiar las intervenciones cambiarias en el SME. El "Mecanismo de movilización de ECUs" ha sido escasamente utilizado hasta la fecha, en parte, debido a la escasa flexibilidad de su procedimiento que exige un pre-aviso de cuatro días laborables y no garantiza la obtención de la financiación en la moneda de intervención. Su principal ventaja, por el contrario, radica en que la financiación del banco central solicitante es compartida por el resto de los bancos centrales participantes. Por su parte, la "Financiación a muy corto plazo" ha sido utilizada más frecuentemente, dada la gran flexibilidad de su funcionamiento, que permite la obtención inmediata de la moneda a utilizar con fines de intervención cambiaria. Su principal inconveniente, sin embargo, reside en su naturaleza bilateral, que hace recaer todo el peso de la financiación en el banco central emisor de la moneda "fuerte".

La multilateralización de la financiación, entendida en el sentido de que sea compartida por el resto de los bancos centrales participantes, se considera deseable dado que, como anteriormente se comentó, la estabilidad cambiaria resulta beneficiosa para todos

los países miembros. El nuevo mecanismo de créditos refundido incorporaría la flexibilidad de la "Financiación a muy corto plazo" y la financiación compartida del "Mecanismo de movilización de ECUs". En la práctica su funcionamiento sería el siguiente: el banco central emisor de la moneda "fuerte" proporcionaría al banco central prestatario el volumen total de financiación en su propia moneda, y el resto de los bancos centrales en un plazo de cuatro días laborables transferirían su contribución financiera al banco central emisor de la moneda de intervención.

II.3. IMPLICACIONES OPERATIVAS DE LAS PROPUESTAS

Lo primero que conviene señalar es que el funcionamiento del mecanismo de intervenciones del SME no se vería alterado en su esencia por la transferencia parcial de competencias cambiarias en favor del BCE. En efecto, las intervenciones marginales, por ejemplo, implicarían que en el fondo de reservas del BCE se incrementen las tenencias de la moneda que se encuentre en el límite inferior, en detrimento de la moneda que se encuentre en el límite superior de la banda. Pero eso mismo ocurre hoy en día, ya que el banco central emisor de la moneda "fuerte" incrementa sus tenencias de la moneda "débil", mientras que el banco central emisor de la moneda "débil" pierde reservas en la moneda "fuerte"². Igualmente, las intervenciones frente a terceras monedas implicarán un aumento o disminución de las reservas del BCE en dicha moneda extracomunitaria según cual sea el sentido de las intervenciones, al igual que ocurre con las intervenciones que realizan los bancos centrales nacionales. La única diferencia formal que se puede señalar es que las intervenciones del BCE no tendrán ningún efecto sobre su volumen de reservas, al margen de los ajustes por diferencias de valoración, sino exclusivamente sobre su composición, mientras que las intervenciones de los bancos centrales nacionales tienden a aumentar o disminuir el volumen de reservas que éstos mantienen.

²

Si la intervención marginal se realiza recurriendo a la "Financiación a muy corto plazo", el incremento de reservas del banco central emisor de la moneda "débil" se materializaría en el (los) activo(s) de reserva elegidos por el banco central prestatario para la amortización del crédito recibido.

Como se ha señalado anteriormente, la constitución del fondo de reservas en el BCE se vincularía al mecanismo de creación de ECUs. Como consecuencia de las intervenciones del BCE en el mercado de cambios, la composición del fondo de reservas se vería modificada, lo que implicaría un riesgo de cambio que habría de ser asumido por los bancos centrales nacionales, bien en proporción a sus aportaciones respectivas de reservas, o en función de sus respectivas participaciones en el capital social del BCE. Igualmente, el BCE tendría capacidad para realizar operaciones en el mercado de divisas con objeto de adaptar la composición del fondo de reservas a sus necesidades de intervención cambiaria, estando dicho tipo de operaciones también sometidas a un riesgo de cambio.

En efecto, en el momento de conclusión del swap el valor de las reservas aportadas y de las ECUs asignadas coincidiría. Posteriormente, a medida que los tipos de cambio de mercado fueran variando, la valoración a dichos tipos de las reservas aportadas y de las ECUs asignadas ya no coincidiría. Esto no plantea mayores problemas, en tanto en cuanto la composición del fondo de reservas no se modifique, ya que esta diferencia de valoración podría evitarse valorando en todo momento ambas partidas a los tipos de cambio de conclusión del swap. De hecho, es lo que ocurre actualmente, ya que el valor de mercado del oro y los dólares aportados no coincide con el de las ECUs asignadas, pero el riesgo de cambio es nulo porque el swap se concluye y se deshace a los mismos tipos de cambio, de forma que a su vencimiento el FECOM es capaz de devolver a los bancos centrales un volumen idéntico de oro y dólares que el aportado por éstos.

Sin embargo, si la composición del fondo de reservas varía, esto implicaría un riesgo de cambio, derivado del hecho de que el intercambio de unas divisas por otras se realizaría a un tipo de cambio distinto (el vigente en los mercados en el momento de la intervención) del que estuviera en vigor tanto en el momento de conclusión del swap como en el momento de su vencimiento. Por lo tanto, el volumen de reservas que devolvería el BCE a los bancos centrales nacionales, no sólo sería distinto en su composición a la aportación de éstos, sino que también tendría un valor distinto. Este valor podría ser superior o inferior al valor de la aportación, según cual fuera la evolución de los tipos de cambio, por lo que los bancos centrales asumirían una ganancia o una pérdida en el

momento de la cancelación del swap. En realidad, este beneficio o pérdida ya lo asumen los bancos centrales nacionales cuando operan en los mercados de divisas para alterar la composición de sus reservas.

Veamos, con un ejemplo, como se materializa este riesgo de cambio. Supongamos para simplificar que los bancos centrales nacionales aportaran al BCE 5.000 millones de marcos alemanes a un tipo de cambio $1 \text{ ECU} = 2,075 \text{ DM}$, por lo que a los bancos centrales nacionales se les asignaría 2.410 millones de ECUs. Posteriormente, para frenar la depreciación del dólar, el BCE vende 1.500 millones de marcos alemanes, a un tipo de cambio $1\$ = 1,645 \text{ DM}$, por los que obtiene 912 millones de dólares USA. En el momento de cancelación del swap, el BCE devuelve 3.500 millones de marcos alemanes y 912 millones de dólares USA. Para facilitar las cosas, suponemos que en el momento de vencimiento del swap el tipo de cambio ECU/DM no ha variado. Ahora bien, si el dólar se ha depreciado respecto a su valor en el momento de la intervención cambiaria, de forma que el tipo de cambio vigente a la cancelación del swap fuera $1\$ = 1,62 \text{ DM}$, el valor de las reservas devueltas será de 2.399 millones de ECUs (ó 4.977 millones de marcos alemanes), por lo que se produciría una pérdida de 11 millones de ECUs (ó 23 millones de marcos). Si, por el contrario, el dólar se hubiera apreciado con respecto a su valor en el momento de la intervención, de forma que ahora $1\$ = 1,67 \text{ DM}$, se produciría un beneficio de 11 millones de ECUs (ó 23 millones de DM). Un ejemplo similar se podría utilizar para cuantificar los beneficios o pérdidas de las intervenciones realizadas para evitar una apreciación del dólar.

Este riesgo de cambio habría de ser introducido en los balances del BCE y en el de los bancos centrales nacionales. Inicialmente el valor de los activos y pasivos del BCE coincidirían, mientras que en el balance de los bancos centrales se produciría una sustitución de activos por igual valor. Al inicio del swap, la variación de estos balances sería la siguiente:

BCE

Activo	Pasivo
+ 2.410 m de ECUs en reservas aportadas por los BCNs	+ 2.410 m de ECUs asignados a los BCNs

Bancos Centrales Nacionales

Activo	Pasivo
- 2.410 m ECUs en reservas de divisas + 2.410 m ECUs asignados	

Posteriormente, en el caso de que el dólar se deprecie tras la intervención del BCE, el valor del activo de dicha institución al vencimiento del swap sería de 2.399 millones de ECUs y el valor del pasivo continuaría siendo de 2.410 millones de ECUs. Este descuadre tendría que ser compensado por una transferencia de 11 millones de ECUs de los bancos centrales nacionales al BCE.

Además de este riesgo de cambio, existiría igualmente un riesgo de interés. En efecto, al gestionar el fondo de reservas, el BCE obtendría un rendimiento por esas reservas, mientras que tendría que pagar a los bancos centrales el tipo de interés de la ECU en las cuentas de reservas que los bancos centrales mantendrían en dicha institución. El riesgo de interés se produciría en la medida en que no coincidieran los rendimientos obtenidos por las reservas gestionadas con los intereses pagados sobre las cuentas de reservas en ECUs. De nuevo, serían los bancos centrales nacionales los que asumirían ese riesgo de interés. La materialización de los riesgos de cambio e interés podría realizarse en el momento de renovación del swap. En dicho momento se calcularía la nueva aportación que deberían realizar los bancos centrales nacionales y se produciría una transferencia entre dichos bancos centrales nacionales y el BCE, por las diferencias entre las reservas aportadas en el nuevo swap y las reservas a devolver del swap vencido. En dichas transferencias se incluirían las pérdidas o ganancias asumidas por los bancos centrales por los riesgos de cambio e interés.

Analicemos ahora de forma más detallada los riesgos de cambio y los efectos monetarios que se producirían como consecuencia de las intervenciones del BCE, según el tipo de intervención de éste realice. Si interviene en el margen de fluctuación del SME, el BCE compraría moneda "débil" a su menor valor en las bandas vigentes y vendería moneda "fuerte" a su mayor valor en la parrilla de paridades vigentes. Esto quiere decir que mientras no se produzca un reajuste de paridades, en el momento en que el tipo de cambio bilateral entre esas monedas vuelva al interior de la banda, el valor del fondo de reservas constituido en el BCE aumentaría su valor. Si se produjera un reajuste de paridades y las nuevas bandas no se solaparan parcialmente con las antiguas, el valor del fondo de reservas disminuiría. Finalmente, si se recurre a un realineamiento, pero las nuevas bandas se solapan parcialmente con las anteriores, la variación en el valor del fondo de reservas no se podría determinar a priori.

Las intervenciones realizadas por el BCE no tendrían ningún efecto sobre las bases monetarias en las monedas utilizadas en la intervención, ya que las reservas que dicha institución obtiene del mercado vuelven a él cuando se invierten en títulos o depósitos. Si, por su parte, los bancos centrales no esterilizan sus propias intervenciones, la base monetaria en la moneda "fuerte" aumentaría en la misma cuantía en que disminuiría la base monetaria en la moneda "débil", por lo que la base monetaria agregada de la CEE no se modificaría³. Tampoco se modificaría dicha base monetaria agregada si ambos bancos centrales esterilizaran totalmente sus intervenciones. Sí habría efecto sobre la base monetaria agregada, por el contrario, si un banco central esterilizara sus intervenciones y otro no.

En cuanto a las intervenciones del BCE frente a terceras monedas a cambio de moneda comunitaria se darían los siguientes casos. Si vende la tercera moneda a cambio de moneda comunitaria y posteriormente dicha tercera moneda se deprecia (aprecia), el valor del fondo de reservas aumentaría (disminuiría). Si por el contrario compra la tercera moneda a cambio de moneda comunitaria y posteriormente dicha tercera moneda se

³ Los efectos sobre la base monetaria de ambas monedas serían simétricos por la obligación impuesta de que ambos bancos compartan cada uno el 25% de la intervención marginal total que se produzca.

deprecia (aprecia), el valor del fondo de reservas disminuiría (aumentaría). Estas mismas consideraciones se podrían aplicar a las intervenciones en ECUs privadas, ya que no tienen lugar en el límite de ninguna banda de fluctuación, como es el caso de las intervenciones en moneda comunitaria contra moneda comunitaria⁴. Como se comentó anteriormente, las intervenciones realizadas por el BCE no tendrían ningún efecto sobre las bases monetarias de las monedas utilizadas en la intervención.

En toda la discusión anterior se ha supuesto adicionalmente que el BCE dispone de la moneda comunitaria que necesita para intervenir (es decir, que dispone de marcos si necesita vender marcos). No obstante, si no tuviera la moneda que quiere vender, podría conseguirla endeudándose con el banco central emisor si se trata de una moneda comunitaria, y de uno o varios de los bancos centrales participantes en el sistema cuando se trate de monedas de terceros países.

El anterior esquema operativo se podría aplicar, igualmente, en el caso de que al inicio de la segunda fase se adoptara una nueva definición de la ECU, según la cual la moneda comunitaria no podría devaluarse en los realineamientos de paridades respecto a ninguna de las monedas participantes en el acuerdo cambiario del SME. Es decir las propuestas aquí presentadas no serían necesariamente incompatibles con la idea de endurecer la ECU, ya se consiga este endurecimiento conservando su estructura como cesta de monedas o haciendo que su valor sea independiente del de las monedas comunitarias nacionales. Tanto en las propuestas británica como española de endurecimiento de la ECU se contempla que el BCE emita ECUs a cambio de las monedas comunitarias que le ofrezcan a cambio los agentes privados. En este sentido, las propuestas sugeridas en este trabajo introducirían una variante respecto a los planes de endurecimiento de la ECU, como por ejemplo que las ECUs se crearían no sólo a demanda de los agentes privados sino también como contrapartida a la aportación de reservas de los bancos centrales nacionales.

4

Se está considerando implícitamente que se mantiene la actual definición de la ECU y por lo tanto es una cesta de monedas no emitida por ninguna autoridad monetaria.

Respecto al esquema operativo, anteriormente descrito, el endurecimiento de la ECU sólo alteraría el anterior análisis en lo que se refiere a las intervenciones del BCE en ECUs en el mercado de divisas. En efecto, si sólo interviene el BCE en ECUs a cambio de monedas comunitarias o terceras monedas se produciría una variación en el mismo sentido y por igual valor en los activos y pasivos del BCE. En concreto, si el BCE vende ECUs aumentarían por el volumen de la intervención sus pasivos en ECUs y sus activos en la divisa de contrapartida, si por el contrario la intervención es compradora de ECUs disminuirían tanto los activos como los pasivos del BCE⁵.

El efecto monetario de estas intervenciones implicaría un aumento de la liquidez global en la CEE si las intervenciones son vendedoras de ECUs y una disminución de dicha liquidez si las intervenciones son compradoras de ECUs, salvo que dichos efectos monetarios pudieran compensarse a través de operaciones de esterilización. El problema que se plantea es el de conocer hasta qué punto el BCE contaría con instrumentos adecuados para esterilizar sus intervenciones, dado que su activo estaría fundamentalmente compuesto por divisas, por lo que, probablemente, tendría que recurrir a los bancos centrales nacionales para que éstos realizaran en su propia moneda la esterilización del efecto sobre la liquidez global en la CEE de las intervenciones del BCE en ECUs. En este caso, la intervención no tendría efectos sobre la liquidez global en la CEE, pero tendría como consecuencia una reasignación entre las bases monetarias en monedas CEE y en ECUs. En el caso de la propuesta española, la intervención en ECUs frente a moneda comunitaria se esterilizaría automáticamente ya que los activos del BCE en moneda comunitaria se depositarían en los bancos centrales emisores de tales monedas, pero el problema subsistiría para las intervenciones en ECUs frente a terceras monedas.

Finalmente, el último caso a considerar, en el supuesto de que la ECU se

⁵ La anterior constituiría una diferencia respecto al esquema operativo descrito para la actual definición de la ECU, ya que en tal caso se mantendría una diferencia entre la ECU oficial y la privada. Es decir, en el pasivo del BCE las ECUs asignadas a los bancos centrales nacionales serían ECUs oficiales, con las que no podría intervenir en los mercados de divisas. La intervención cambiaria en ECUs se realizaría a través de ECUs privadas, que formarían parte del fondo de reservas del BCE, y por lo tanto, dichas intervenciones modificarían la composición del activo del BCE, sin afectar a su pasivo.

introdujera en las bandas de fluctuación del SME como una moneda más⁶, sería el de las intervenciones marginales cuando la ECU alcanzara su límite superior o inferior frente a una moneda comunitaria. En esta situación, la única modificación que cabría añadir a las consideraciones anteriores sería que la liquidez global en la CEE no se vería afectada, produciéndose en una mera sustitución entre monedas, si tanto el BCE como el banco central nacional involucrado en las intervenciones marginales no esterilizan el efecto de la intervención y ambos intervienen por igual montante.

II.4. VALORACIÓN DE LAS PROPUESTAS

Como se ha señalado anteriormente, las propuestas presentadas en este trabajo pretenden dotar de mayor simetría a los mecanismos de funcionamiento del SME, simetría que vendría justificada por la necesidad de mantener la estabilidad cambiaria en un contexto de creciente movilidad internacional del factor capital. Al mismo tiempo, la adopción de tales propuestas permitiría asignar unas competencias claras y concretas al BCE, lo que aseguraría una transición gradual de este organismo, como institución central del SEBC, hasta alcanzar su plena operatividad en la fase tercera de construcción de la UEME. De esta forma, se evitaría el riesgo de que al inicio de la segunda fase se estableciera una institución monetaria común sin apenas competencias, lo que podría dañar gravemente la credibilidad de una institución que habrá de desempeñar un papel clave en la última fase de la Unión Monetaria.

Su mayor virtud, probablemente, radicaría en el respeto a los principios de gradualismo y continuidad incorporados en el "informe Delors". Las propuestas, básicamente, no introducen cambios radicales en los mecanismos de funcionamiento del SME, sino que, por el contrario, parten de ellos con el propósito de hacer más exigentes y restrictivos los compromisos cambiarios adquiridos por los países comunitarios cuando decidieron participar en el acuerdo de cambios del SME. Estos principios de gradualismo

6

Esta posibilidad constituye uno de los elementos importantes de la propuesta británica. Por el contrario, no se encuentra explícitamente incorporado en la propuesta española, y sería difícilmente aplicable, como se discutirá más adelante, dada la estructura de la ECU como cesta de monedas comunitarias.

y continuidad se aplicarían tanto a la transición entre la primera y la segunda fase, como al paso de ésta a la tercera y definitiva etapa del proyecto de construcción de la UEME.

En efecto, el gradualismo y continuidad entre la primera y la segunda fase vendrían garantizados por el hecho de que las competencias que se traspasarían al BCE constituirían, básicamente, una ampliación de las tareas actualmente encomendadas al FECOM. La diferencia fundamental radicaría en que se daría contenido operativo a las funciones, que en algunos casos no han pasado de simbólicas, desempeñadas por el FECOM. La continuidad se manifestaría en el mantenimiento de los mecanismos de cambios, intervención y créditos en que se ha basado el funcionamiento del SME hasta la fecha. Incluso, uno de los elementos más novedosos de las propuestas: la constitución de un fondo de reservas en el BCE, se realizaría a través de los swaps de creación de ECUs actualmente en vigor. La constitución de este fondo de reservas y la capacidad otorgada al BCE para realizar intervenciones cambiarias estaría plenamente en conformidad con los principios consagrados en los acuerdos de Nyborg-Basilea de 1987, ya que ello permitiría compartir entre los bancos centrales el peso del ajuste ocasionado por las intervenciones cambiarias y provocaría la actuación coordinada de los bancos centrales para combatir más eficazmente las presiones especulativas que se puedan desencadenar contra el SME en el futuro. De esta forma, se dotaría de una mayor cohesión al funcionamiento práctico del acuerdo de cambios del SME.

Incluso la aparición de unos riesgos de cambio e interés que habrían de ser compartidos por todos los bancos centrales nacionales, que se generarían como consecuencia de la constitución del fondo de reservas en el BCE y de la capacidad de esta institución para realizar intervenciones en los mercados de cambios, ya se encuentran parcialmente presentes en el actual funcionamiento del SME. En efecto, si bien el mecanismo de creación de ECUs no comporta en la actualidad ningún riesgo de cambio o interés para los bancos centrales participantes, la utilización de la "Financiación a muy corto plazo" sí los incorpora. Esto es así, ya que a través de la "Financiación a muy corto plazo" el banco central emisor de la moneda "fuerte" le proporciona al banco central emisor de la moneda "débil" su propia moneda para que intervenga en los mercados de cambio, sin embargo, el crédito queda denominado en ECUs y para su retribución se aplica

el tipo de interés oficial de la ECU. En el momento de cancelación del préstamo, el banco central deudor devolverá en los activos de reserva que elija un volumen equivalente de la deuda en ECUs, para los que se aplicará el tipo de cambio vigente en el momento de la cancelación. Por lo tanto, la evolución de los tipos de cambio entre el momento de la concesión y la fecha de la cancelación del préstamo implicará la asunción de un riesgo de cambio, y la diferencia entre el tipo de interés de la moneda efectivamente prestada y el tipo de interés de la ECU generará el correspondiente riesgo de interés⁷. En este sentido, la única diferencia radicaría en que mientras que en la "Financiación a muy corto plazo" estos riesgos de cambio e interés serían asumidos exclusivamente por los dos bancos centrales involucrados en la operación, los riesgos generados por la actuación del BCE -o incluso por la "Financiación a muy corto plazo" bajo la propuesta de multilateralización del crédito- serían compartidos por todos los bancos centrales participantes en el SEBC.

Igualmente, las propuestas asegurarían un cierto gradualismo y continuidad entre la segunda y la tercera fase del proyecto de construcción de la UEME. En primer lugar, porque, debido a la reducción en la amplitud de las bandas de fluctuación del SME y al compromiso de acudir a realineamientos de paridades solamente en situaciones extraordinarias, la segunda fase se configuraría como una etapa de tipos de cambio cuasi-fijos entre las monedas participantes, previa a la fijación irrevocable de paridades. Y en segundo lugar, porque el BCE asumiría ciertas funciones que continuaría ejerciendo en la tercera fase. En efecto, en la segunda fase se constituiría un fondo de reservas en el BCE, que en todo caso en el proyecto de Estatutos del SEBC y del BCE está previsto que habrá de tener lugar en la tercera fase. Igualmente, en dicho proyecto de Estatutos se asigna al BCE la función de realizar intervenciones cambiarias frente a terceras monedas de acuerdo

7

Normalmente, el riesgo de cambio sería positivo para el banco central deudor y negativo para el banco central acreedor, ya que en el momento de la concesión del crédito la moneda de intervención registraría su máxima fortaleza en las bandas del SME, por lo que cabría esperar que en el lapso entre la concesión y la cancelación del crédito la moneda de intervención se depreciara respecto a la ECU. Frecuentemente, este riesgo de cambio tendía a contrarrestarse con el riesgo de interés, cuando la moneda fuerte era una moneda de baja inflación con tipos de interés menores que los de la ECU. Este no sería el caso, que se presenta más recientemente, cuando las monedas más fuertes en las bandas del SME coinciden con las monedas con más altos tipos de interés.

con la política cambiaria general de la Comunidad, por lo que sus intervenciones frente al dólar y el yen en la segunda fase podrían tener un cierto carácter experimental y de aprendizaje de cara a la tercera fase, en la que el BCE habría de realizar en exclusiva dichas funciones de intervención. Al mismo tiempo, el traspaso de las actuales competencias del FECOM -organismo dependiente de las directivas emanadas por el Consejo de Ministros de la CEE- al BCE permitirían alcanzar gradualmente un mayor grado de independencia al SEBC, en el desarrollo de sus funciones, respecto de las autoridades políticas comunitarias y nacionales. La actuación independiente del SEBC constituye uno de los elementos angulares del proyecto de Estatutos del Sistema para la tercera fase. Finalmente, la actividad del BCE en la segunda fase generaría unos beneficios o pérdidas que habrían de ser distribuidos entre los bancos centrales participantes en el Sistema, tal como se contempla en el artículo 32 del proyecto de Estatutos para la tercera fase.

Por otra parte, el conjunto de propuestas diseñado en esta ponencia respeta plenamente el principio de subsidiariedad, ya que no altera en absoluto la soberanía de los bancos centrales nacionales en cuanto a la instrumentación de sus políticas monetarias y cambiarias. En efecto, los bancos centrales nacionales serían los únicos competentes para decidir, como hasta ahora, cuando intervenir y en qué moneda dentro de los márgenes de la bandas de fluctuación del SME, seguirían estando obligados a intervenir ilimitadamente cuando su moneda alcanzara los márgenes máximos de fluctuación, podrían intervenir en terceras monedas, si bien más coordinadamente que en la actualidad, y, finalmente, gozarían de la misma libertad que hasta ahora para decidir el nivel y composición de sus reservas de divisas. Incluso, como la constitución del fondo de reservas se realizaría mediante swaps renovables, la cuestión de la propiedad sobre las tenencias de reservas internacionales no se plantearía.

Bajo una interpretación muy estricta del principio de subsidiariedad, se podría argüir que las propuestas presentadas en este trabajo implicarían el traspaso de ciertas competencias al BCE que podrían llevar a cabo directamente y por sí solos los bancos centrales nacionales, por lo que dicho principio de subsidiariedad no sería respetado. Sin embargo, una interpretación tan restrictiva del principio de subsidiariedad

sería contraria, igualmente, al establecimiento del SEBC en la fase segunda, puesto que como se señaló anteriormente el establecimiento del Sistema sólo sería estrictamente necesario en la última fase del proyecto hacia la UEME, una vez que las paridades entre las distintas monedas se han fijado de forma irrevocable, y como consecuencia de ello se hace necesaria la formulación e instrumentación de una política monetaria común para toda la zona. Por ello, para que el principio de subsidiariedad y la constitución del SEBC en la segunda fase sean compatibles, sería preciso que las competencias transferidas al BCE no vulneren la soberanía plena de los países miembros en materias monetarias y cambiarias, lo que como se expresó anteriormente respetan íntegramente las propuestas comentadas, por lo que en lo que concierne al BCE la segunda etapa deberá ser una fase de aprendizaje y de lenta evolución hacia su plena operatividad final.

Tal como fue concebida en el "informe Delors", la segunda fase hacia la UEME es una etapa en la que se debe reforzar la convergencia y coordinación alcanzadas al final de la primera fase. Incluso en la opinión de algunos países, sería necesario introducir elementos adicionales de disciplina que fuercen la convergencia de aquellas economías que aun no hubieran alcanzado un suficiente grado de estabilidad financiera. En las propuestas que se han presentado en este trabajo, esta misión estaría asociada al estrechamiento de las bandas y al compromiso de no recurrir a realineamientos de paridades, salvo en situaciones extraordinarias. Por lo tanto, en lo que al acuerdo de cambios del SME se refiere, esta segunda fase se configuraría como una etapa de tipos de cambio cuasi-fijos.

Esta situación, en un contexto de creciente integración financiera y movilidad internacional del capital, exigiría un importante esfuerzo de convergencia y coordinación de las políticas y situaciones tanto monetarias como fiscales, absolutamente imprescindible para el mantenimiento de la estabilidad cambiaria. Las expectativas de revaluación o devaluación de las distintas monedas se reducirían notablemente, por lo que los diferenciales de interés se estrecharían sustancialmente. El tono global de la política monetaria de la zona habría de decidirse conjuntamente, con el objetivo de garantizar la estabilidad de precios del area, a través del Consejo del BCE, que establecería los principios generales que habrían de seguir los bancos centrales nacionales para la ejecución

de sus políticas monetarias. Dentro de estos principios generales sería necesario determinar el nivel de los tipos de interés, con el fin de controlar la oferta global de liquidez en la Comunidad, sobre los cuales los bancos centrales nacionales contarían con un margen relativamente pequeño para establecer sus propios tipos de interés, dados los más exigentes límites impuestos por las bandas del SME. Los ejercicios de coordinación ex-ante de las políticas monetarias y de supervisión ex-post de las mismas constituirían la base sobre la que se asentarían las decisiones sobre el nivel general de los tipos de interés y su deseable evolución a lo largo del tiempo.

Aunque la orientación de las políticas fiscales no entraría dentro de las competencias del Consejo del BCE, sí se le reconocería capacidad para emitir informes y recomendaciones al Consejo de Ministros de la CEE, cuando se considerara que la existencia de divergencias importantes en este terreno pudieran poner en peligro el mantenimiento de la estabilidad de los tipos de cambios.

Si contrariamente a los principios generales de la política monetaria establecidos por el Consejo del BCE, algún banco central nacional, en el ejercicio de su soberanía sobre la política monetaria, adoptara una orientación incompatible con la del resto de sus socios, lo que llevaría de forma continuada a su moneda a los límites de las bandas de fluctuación, obligando a todos los bancos centrales a intervenir a través del BCE, dicho banco central se vería fuertemente presionado para que alterara el tenor de su política monetaria. Si las anteriores presiones fueran insuficientes se podría poner en funcionamiento algún sistema de penalizaciones sucesivas, al igual que se contemplan en ciertas propuestas sobre el endurecimiento de la ECU. Por ejemplo, se podría comenzar por la suspensión del pago de intereses sobre las ECUs oficiales asignadas a través de los swaps de creación de ECUs; posteriormente y si la situación de divergencia no se corrigiera se le podría obligar al banco central nacional responsable a recomprar al BCE su moneda, que se habría ido acumulando a través de las intervenciones en el mercado de divisas, a cambio de otros activos de reserva; y, finalmente, si las anteriores acciones se revelaran insuficientes, se procedería a la devaluación de tal moneda frente a todas las demás, lo que transmitiría a los mercados, en un contexto de tipos de cambio cuasi-fijos, que dicho país no estaría realizando el esfuerzo necesario de convergencia, por lo que sus probabilidades

de estar en condiciones para acceder a la Unión Monetaria, en el momento de proceder a ella, se reducirían notablemente.

En principio, el anterior sistema de penalizaciones sólo se aplicaría en situaciones de conflicto extremo, por lo que constituiría un mecanismo adicional de disciplina, ya que en la mayor parte de los casos los compromisos asumidos a través de las bandas del SME serían suficientes para garantizar el ajuste. Al igual que en las propuestas sobre el endurecimiento de la ECU, el sistema de penalizaciones incorporaría unos mecanismos altamente asimétricos, que se aplicarían sobre aquellos bancos centrales que estuvieran llevando a cabo una política excesivamente expansiva.

Cabría preguntarse que ocurriría si un banco central nacional realiza una política monetaria excesivamente restrictiva, que lleve al resto de las monedas a sus respectivos límites inferiores en las bandas del SME frente a dicha moneda. En este caso, además de las presiones del resto de los países y del propio BCE, se podrían aplicar las penalizaciones consistentes en la suspensión del pago de los intereses devengados por las ECU's oficiales asignadas al banco central responsable, así como establecer la obligación de que dicho banco vendiera su propia moneda al BCE, que habría experimentado un descenso de sus tenencias en tal moneda fruto de la intervención en el mercado de divisas, a cambio de los activos de reserva que considerara oportuno el BCE. No parecería apropiado que se llegase a adoptar la revaluación de la moneda en cuestión frente a todas las demás, puesto que ello transmitiría a los mercados numerosas incertidumbres sobre la viabilidad de todo el proceso de avance hacia la UEME⁸.

8

La revaluación de una moneda frente a todas las demás sólo estaría justificada en el caso de que esa economía estuviera sometida a algún tipo de "shock" que no afectara al resto de las economías. En ausencia de estos "shocks" asimétricos, la diferencia entre la revaluación y la devaluación de una moneda frente a todas las demás radica en el siguiente argumento. La devaluación de una moneda podría interpretarse en el sentido de que las autoridades económicas de ese país no están realizando una política antiinflacionista suficientemente estricta, lo cual no pone en tela de juicio los avances realizados por el resto de los países hacia la UEME. Por el contrario, la revaluación de una moneda viene habitualmente asociada a la realización de una política económica que ha permitido el mantenimiento de tasas de inflación suficientemente bajas, por lo que la revaluación podría interpretarse en

A través de las anteriores líneas, queda claro que la actuación del BCE en materia de política monetaria durante la segunda fase podría ser relativamente activa, puesto que al delimitar el nivel de referencia de los tipos de interés, al tiempo que se estrecha la amplitud de la banda de fluctuación y se renuncia a los reajustes de paridades en situaciones ordinarias, se reducirían considerablemente los márgenes de autonomía de los bancos centrales nacionales para fijar tipos de interés significativamente diferentes del nivel de referencia. En función del tipo de interés que fijaran las autoridades monetarias nacionales se estaría eligiendo en qué parte de la banda de fluctuación del SME se moverían las distintas monedas participantes. En definitiva, la relativamente estricta coordinación de las políticas monetarias, que exigiría una segunda fase con tipos de cambio cuasi-fijos, se promovería a través del Consejo del BCE. Para el desarrollo de esta estricta coordinación de políticas monetarias, sería imprescindible haber alcanzado un nivel de convergencia en materia monetaria bastante acusado al final de la primera fase, si no se quiere poner en grave riesgo las posibilidades de éxito de la propia segunda fase y, en general, de todo el proceso.

Una de las labores que, igualmente, habría de promoverse desde el BCE consistiría en ir preparando los instrumentos a través de los cuales se ejecutará la política monetaria común durante la tercera fase. Para ello sería necesario previamente ir armonizando los instrumentos, regulaciones y legislaciones en las que se asienta la ejecución de las distintas políticas monetarias nacionales.

Finalmente, el BCE velaría por el desarrollo ordenado de los mercados privados de la ECU, promoviendo el asentamiento gradual de sus mercados en la forma lo más equilibrada posible, al tiempo que se evita que la ECU se constituya en una fuente adicional de liquidez en la CEE. En primer lugar, se le encomendaría al BCE un papel central en el sistema de compensación de pagos en ECUs, sustituyendo en su papel de agente al Banco de Pagos Internacionales, pero asumiendo una labor más activa que éste. Se revisarían las normas de funcionamiento en que se ha basado la compensación multilateral de pagos en ECUs, eliminando la posibilidad de que se generen riesgos

el sentido de que son el resto de los países los que no están realizando una política económica suficientemente estricta en materia de control de la inflación.

sistemáticos y velando por un funcionamiento eficaz y solvente del mismo. El BCE asumiría el papel de prestamista en última instancia, a través de la concesión de créditos a un día contra garantía de títulos o depósitos en ECUs en el SEBC.

La labor de promoción de la ECU por parte del BCE no tendría por objeto promover estímulos artificiales que, a través de un trato de favor, alienten su utilización en contra de los deseos del mercado, sino que su finalidad sería la de asegurar que la ECU pueda competir en condiciones de igualdad con otras monedas, mitigando los negativos efectos que para el desarrollo de los propios mercados en ECUs se derivan de la ausencia de un banco central emisor, que vele por la liquidez y dote de profundidad y amplitud a los mercados de su moneda. En este sentido, una de las misiones del BCE sería la de coordinar junto a los Tesoros de los países miembros y a las instituciones comunitarias un programa de emisiones de letras y obligaciones en ECUs, en las que se trataría de adaptar los volúmenes, estructura de plazos y calendario a las necesidades de los mercados. En este sentido, para el desarrollo de los mercados a más largo plazo sería necesario emprender un activo plan de emisiones en dicho tramo de vencimientos.

Las intervenciones cambiarias del BCE en ECUs tratarían de asegurar el ordenado desarrollo de sus mercados. Uno de los objetivos de esta política de intervenciones consistiría en preservar el vínculo de la ECU con su definición como cesta de monedas, si tal definición se mantiene finalmente, moderando la separación que pueda tender a producirse en la cotización y tipos de interés de mercado de la ECU en relación con sus tipos teóricos, es decir aquellos que se derivarían de sus monedas componentes⁹. El deseo de mantener esta vinculación estaría basado en el objetivo de reducir la confusión y evitar comportamientos especulativos en el mercado de la ECU. El mantenimiento del

9

Desde mediados de 1989 se ha comenzado a observar una separación de cierta magnitud (hasta el 0,7%) entre la cotización de mercado de la ECU y su valor teórico, así como entre los tipos de interés de mercado y los tipos teóricos. Inicialmente, estas discrepancias se manifestaron en un descuento (menor valor) de la ECU de mercado respecto a su valor teórico y un tipo de interés de mercado superior a su tipo teórico. Posteriormente, desde abril de 1990, esta situación se ha invertido, observándose una prima (mayor valor) de la ECU de mercado respecto a su valor teórico y un tipo de interés de mercado inferior a su tipo teórico.

vínculo entre la ECU y la cesta de monedas no significaría necesariamente que se condenase a la ECU a un comportamiento de adaptación meramente pasiva a la evolución de sus monedas componentes, ya que a medida que los mercados de la ECU fueran ganando en madurez y desarrollo, los acontecimientos propios y específicos de unos mercados en ECUs cada vez más activos irían también ejerciendo una influencia en los tipos de cambio e interés de sus monedas componentes.

Por último, el BCE debería dirigir, junto a la Comisión de la CEE, un proceso tendente a la supresión de las principales trabas y obstáculos legales y administrativos que afectan negativamente a la utilización de la ECU privada en los Estados miembros, con el fin de que se fuera igualando su tratamiento con el dispensado a la moneda propia en cada país. De este proceso de supresión gradual de los obstáculos administrativos al uso de la ECU se excluiría, sin embargo, la consideración de dotarla de curso legal, con objeto de evitar los potenciales problemas de control monetario asociados a la existencia de monedas paralelas.

III. LAS PROPUESTAS DE ENDURECIMIENTO DE LA ECU

Recientemente, se han presentado a la Conferencia Intergubernamental dos propuestas (una británica y otra española) basadas en el endurecimiento de la ECU y la creación de una institución monetaria encargada de su emisión, al comienzo de la segunda fase hacia la construcción de la UEME¹⁰. Ambas propuestas comparten la misma idea básica para reforzar el valor de la ECU: su tipo de cambio central no se deberá devaluar con respecto a ninguna moneda del SME, cuando se produzca un reajuste de paridades.

De acuerdo con la propuesta británica, el valor de la ECU se definiría de forma independiente del de sus monedas componentes, por lo que dejaría de estar configurada como moneda-cesta. En los reajustes de paridades, la ECU seguiría a la

¹⁰

La propuesta presentada por las autoridades alemanas también contempla el endurecimiento de la ECU, manteniendo su definición como cesta de monedas. Sin embargo, a diferencia de las propuestas británica y española, no incluye la creación de una nueva institución monetaria comunitaria al comienzo de la segunda fase.

moneda (o monedas) que más se revaluase(n). Entre lo sucesivos realineamientos su cotización vendría determinada por el mercado, estando sometida a unas bandas de fluctuación de $\pm 2,25\%$ respecto a cada una de las monedas del SME. El órgano supranacional encargado de la emisión de la ECU (el Fondo Monetario Europeo) tendría un cierto control sobre sus tipos de interés, aunque estaría bastante condicionado por la constelación de tipos de interés de las monedas del SME.

Por el contrario, según la propuesta española (que en este aspecto es idéntica con la propuesta presentada por Alemania) la ECU continuaría estando definida como una moneda-cesta. La condición de que la ECU no se deprecie en los realineamientos exigirá que se aumente el número de unidades de las monedas componentes en cada ECU. Es decir, expresado de forma muy gráfica, sería necesario "engordar" la ECU en cada reajuste de paridades. Existen distintas alternativas posibles respecto a como se podría determinar el aumento en el número de unidades de las monedas componentes. Así, por ejemplo, se podría incrementar la cantidad de sólo algunas monedas, o incluso aumentar el número de unidades de unas monedas y disminuir el de otras. Sin embargo, el método más sencillo consistiría en aumentar el número de unidades de todas las monedas componentes en la misma proporción.

Si bien el método concreto que se elija para recomponer la ECU en cada reajuste tiene implicaciones diferentes respecto a las ponderaciones de cada moneda en la ECU y, por ello, sobre el tipo de interés teórico (media ponderada de los tipos nacionales), el tipo de interés de mercado de la ECU es de prever que tienda a acercarse al de las monedas que se revalúen en los reajustes, sea cual sea el método que se adopte. Esto es así, puesto que como la evolución a medio plazo en el tipo de cambio de la ECU y el de esas monedas sería prácticamente idéntica, los tipos de interés entre ellas no podrían presentar divergencias notables.

Tanto en la propuesta británica como en la española la emisión de ECUs por parte de la nueva institución monetaria comunitaria se realizaría como contrapartida de un depósito en moneda comunitaria de los agentes privados que quisieran sustituir éstas por ECUs. Igualmente, para evitar que se produzca un incentivo a la realización de políticas

monetarias poco disciplinadas, se introducen unas cláusulas penalizadoras en contra de los bancos centrales que adopten una orientación de política monetaria excesivamente expansiva, la más destacada de las cuales consiste en la obligación de dicho banco central de recomprar su propia moneda a la institución monetaria comunitaria a cambio de un activo de reserva que esta última determine, como ya se comentó en la sección II.

Al margen de los aspectos técnicos, ambas propuestas comparten una misma intención política basada en los siguientes principios: (i) que la segunda fase sea suficientemente larga, para que permita el ajuste de las economías menos convergentes; (ii) que tenga un contenido propio que la diferencie de las primera y tercera etapas; y (iii) que permita el establecimiento de una institución monetaria con competencias reales desde el principio de la segunda fase, que introduzca mecanismos de disciplina adicionales que fuercen la convergencia de los países cuya situación económica se encuentre más alejada de la estabilidad financiera. Se podría decir que estos postulados políticos constituyen la base de las propuestas, por lo que en ambos casos se estaría dispuesto, probablemente, a renunciar a ciertos componentes técnicos de las propuestas en favor de otro tipo de diseños alternativos que respeten los anteriores fundamentos esenciales. En este sentido, las propuestas presentadas en este trabajo se encuentran en consonancia con la filosofía que ha inspirado los planes de la ECU endurecida.

No obstante, algunos de los elementos que constituyen la estructura en el diseño de las propuestas de endurecimiento de la ECU suscitan no pocas incertidumbres e interrogantes sobre cuales pueden ser los resultados a los que conduzcan, en el contexto de avance hacia la fase final de la UEME. En mi opinión, unas propuestas del tipo de las presentadas en esta ponencia incorporan menores riesgos de ruptura e inestabilidad del proceso hacia la UEME, al tomar como punto de partida el desarrollo de los mecanismos de funcionamiento del SME, que hasta ahora han permitido una evolución razonablemente positiva en la integración monetaria europea e, incluso, son más ambiciosas, en muchos aspectos, que las proposiciones contenidas en las propuestas de endurecimiento de la ECU.

Uno de los propósitos de las propuestas de endurecimiento de la ECU consiste en facilitar la transición desde su estado actual hacia su configuración como moneda única de la UEME. De hecho, uno de los acuerdos del Consejo Europeo de Roma de octubre pasado establecía que durante la segunda fase se debería reforzar la ECU. Ahora bien, lo que no está tan claro es que ese reforzamiento se deba producir necesariamente a través de un endurecimiento artificial del valor de su cotización. La transición de la ECU hacia su conversión en moneda única debería basarse en un desarrollo gradual de su utilización en los ámbitos financiero y comercial, para lo que sería necesario ir dotando de mayor amplitud, profundidad y flexibilidad a sus mercados. No es evidente que revaluaciones sucesivas del valor de la ECU tiendan a hacer más atractiva su utilización, sino que, por el contrario, existe el riesgo de que incrementen su inestabilidad cambiaria y acaben convirtiéndose en un elemento que fomente exclusivamente la especulación.

En efecto, los partidarios de mantener la definición actual de la ECU subrayan que el desarrollo en su utilización debería basarse en la promoción de sus mercados y en los avances que se produzcan en la convergencia de las economías comunitarias. De esta forma, los avances hacia la construcción de la UEME y en la utilización de la ECU serían procesos paralelos, que se reforzarían mutuamente. De hecho, el reforzamiento en la cotización de la ECU frente a terceras monedas se basaría en el fortalecimiento de sus monedas componentes, como consecuencia de la instrumentación de políticas monetarias cada vez más orientadas hacia la estabilidad de precios, lo que a su vez incrementaría la estabilidad de la ECU respecto a las monedas comunitarias, aumentando el grado de sustituibilidad de todas ellas. Por el contrario, las propuestas de endurecimiento de la ECU implican que para que el valor de la cotización de ésta se refuerce sería necesario que los realineamientos de paridades en el SME tiendan a aumentar en frecuencia y magnitud. Es decir, que para que los mecanismos incorporados a las propuestas de endurecimiento de la ECU ejerzan sus pretendidos efectos positivos, es necesario que aumente la inestabilidad en el SME. Cabría incluso preguntarse si ese aumento en la inestabilidad cambiaria en el SME ocurriría por sí mismo o sería provocado por la propia existencia de la ECU endurecida.

Además, para que los mecanismos incorporados en las propuestas de endurecimiento de la ECU entren en funcionamiento sería necesario que se generara una importante demanda de la ECU endurecida en los mercados. En principio, es difícil de prever cual sería la respuesta de los mercados ante una redefinición de la ECU como la propuesta, aunque la reacción inicial de los principales operadores en sus mercados ante las propuestas de endurecimiento de la ECU no ha sido particularmente entusiasta. Hasta la fecha, el desarrollo de los mercados privados de la ECU se ha basado en la mayor estabilidad cambiaria que ofrece frente al conjunto de las monedas comunitarias, dado que al estar configurada como cesta de monedas las variaciones en su cotización y tipos de interés son el promedio de las variaciones en el valor y remuneración de sus monedas componentes. Con el endurecimiento de la ECU el motivo basado en la diversificación de riesgos, como factor explicativo de la utilización de la ECU, perdería gran parte de su significado, ya que el tipo de cambio e interés de la ECU tendería a converger hacia aquellos de las monedas que se espere que van a tender a revaluarse en el SME¹¹.

Por otra parte, la incertidumbre a la que se verían sometidos los operadores en los mercados de la ECU aumentaría, ya que el valor de la ECU tendería a variar, en mayor proporción de lo que lo hace hasta ahora, en los realineamientos de paridades. Tradicionalmente, las revisiones en la composición de la ECU han tendido a generar cierta incertidumbre en los operadores de los mercados en ECUs, lo que ha provocado una cierta reducción de la actividad en los mercados en los períodos previos a que se llevara a cabo dicha recomposición. Esta fue la razón por la que en la última revisión de la composición de la ECU, que tuvo lugar en septiembre de 1989, se decidió anunciar con tres meses de antelación las nuevas ponderaciones de cada moneda en la ECU, en base a las cuales se determinarían posteriormente el número de unidades de cada moneda en la ECU. El endurecimiento de la ECU haría que ese incremento de la incertidumbre, asociado a las recomposiciones de la ECU, volviera a reaparecer, no sólo en las vísperas de un reajuste de paridades en el SME, sino siempre que las tensiones cambiarias en el Sistema generaran

¹¹ Esta convergencia de los tipos de cambio e interés de la ECU hacia los de las monedas que tiendan a revaluarse en los realineamientos del SME se dará con independencia de que la ECU siga configurándose como una moneda-cesta o como una paridad independiente, ya que dicha convergencia estaría explicada por la cláusula de no devaluación de la ECU frente a ninguna moneda del SME.

expectativas de realineamiento, con independencia de que posteriormente dicho reajuste de paridades tuviera lugar o no.

Por las razones expuestas anteriormente, cabría esperar que los actuales mercados de la ECU se resintieran, al menos parcialmente, como consecuencia del endurecimiento de la ECU¹². Es difícil de prever si esta pérdida de actividad de los mercados tradicionales de la ECU podría ser contrarrestada, o incluso superada, por la aparición de nuevos motivos para demandar ECUs, basados, principalmente, en su renovada fortaleza. En principio, no se comprende muy bien por qué la ECU habría de sustituir a las monedas más fuertes del SME, que gozan de mercados de mayor tamaño y más desarrollados, que representan a una estructura económica integrada y que poseen usuarios últimos. Lo que sí se podría generar, por el contrario, es una fuerte demanda especulativa cuando surgieran expectativas de reajuste en el SME, ya que en un realineamiento existiría certidumbre de que la ECU se revaloraría frente a alguna moneda del SME. Dichas posiciones especulativas se invertirían una vez se hubiera producido el reajuste de paridades, lo que debilitaría la cotización de la ECU y probablemente exigiría (al menos de acuerdo con la propuesta británica) la realización de intervenciones en los mercados de cambios. Es decir, esta demanda especulativa podría ocasionar un incremento de la volatilidad a corto plazo del tipo de cambio de la ECU, lo que reduciría su demanda por motivos más permanentes, y, en cualquier caso, dificultaría la formulación de las políticas cambiarias y monetarias nacionales.

Por lo tanto, existen ciertos riesgos (no certidumbre) de que las propuestas de endurecimiento de la ECU conduzcan a un funcionamiento más inestable del SME y no faciliten la transición de la ECU hacia su conversión en moneda única de la UEME. Pero,

¹² Existe el riesgo de que el mercado no aceptara la nueva definición de la ECU y, por el contrario, siguiera interesado en operar con una ECU basada en su actual definición. Además, cabe preguntarse que ocurriría con los contratos financieros en ECUs actualmente existentes, que incorporan un tipo de interés fijo. Si llegado el período de vencimiento, la amortización se realiza en base a los tipos de cambio de la ECU endurecida, los deudores en ECUs tendrán que soportar un coste adicional, no previsto en el momento en que dichos contratos se suscribieron. Entre los potenciales perdedores se encontrarían la mayor parte de los Tesoros de los países de la CEE.

lo que es más grave, tampoco se advierte claramente de qué forma, mediante los mecanismos que incorporan estas propuestas, se abriría la posibilidad para que la institución monetaria central, a través de su actuación, pueda fomentar la coordinación y convergencia de las políticas monetarias nacionales. En efecto, dicha institución central tendría un limitado control sobre los tipos de interés de la ECU, y de aquí un escaso margen de maniobra para influir sobre la orientación de las políticas monetarias nacionales. Los tipos de interés de la ECU endurecida vendrían, fundamentalmente, determinados por la demanda de mercado. Normalmente, cabría esperar que el nivel de dichos tipos de interés tiendan a situarse ligeramente por debajo de los de la moneda (o monedas) que se presume que tendería(n) a revaluarse en un futuro realineamiento de paridades.

En efecto, la anterior afirmación se basa en que, al estar garantizado que la ECU endurecida no se devaluaría frente a ninguna moneda del SME en un realineamiento, dicha cláusula ejercería de hecho un papel similar al instrumento financiero de la opción. Para que tal opción no resulte gratuita para los agentes privados, el tipo de interés de la ECU debería ser algo inferior al de la moneda del SME con mayores probabilidades de revaluación en un realineamiento. En caso contrario, los agentes privados que mantuvieran activos en ECUs obtendrían una ganancia de capital cuando se produjera un realineamiento en el SME, no compensada por una menor retribución a través del tipo de interés, a costa de la generación de una pérdida de la institución monetaria central o de los bancos centrales nacionales¹³. Si los tipos de interés de la ECU no actúan como elemento compensador, la realización de pérdidas sistemáticas por parte de las autoridades monetarias comunitarias, como consecuencia de sus intentos de intervenir activamente en la coordinación de las políticas monetarias, dañaría la credibilidad de la nueva institución, desde su establecimiento.

¹³ Esta pérdida de capital, que sufrirían las autoridades monetarias, se produciría como consecuencia de que sus pasivos en ECUs se revalorarían en mayor proporción que sus activos en otras divisas, cuando se llevara a cabo un realineamiento de paridades en el SME. Esta pérdida sólo se podría compensar mediante una retribución menor de los pasivos que la que obtienen por sus activos en monedas comunitarias. Caso de que el tipo de interés no actuara como elemento compensador, las anteriores pérdidas se reflejarían en el balance de la institución monetaria central, según la propuesta británica, o en los balances de los bancos centrales nacionales, de acuerdo con la propuesta española.

Por lo tanto, para que la nueva institución monetaria pueda ejercer alguna influencia sobre la constelación de tipos de interés de las monedas del SME deberá estar dispuesta a soportar pérdidas en sus resultados operativos. En la propuesta británica, la capacidad para que la nueva institución, alterando los tipos de interés de la ECU, pueda ejercer una influencia sobre los tipos de interés del resto de las monedas del SME se produciría a través de las intervenciones marginales en los límites de la banda del SME. Así por ejemplo, una subida en los tipos de interés de la ECU llevaría a ciertas monedas al límite inferior de su banda con la ECU, lo que obligaría a sus bancos centrales a intervenir en los mercados de cambio comprando sus monedas a cambio de ECUs, o a elevar sus tipos de interés.

En el caso de la propuesta española, al configurarse la ECU como moneda-cesta, no está claro como funcionaría el mecanismo a través del cual se transmitirían los efectos de una variación en el tipo de interés de la ECU sobre los correspondientes tipos de las monedas componentes. La ECU cesta endurecida no pertenecería a las bandas del SME, por lo que los bancos centrales nacionales no vendrían obligados a intervenir comprando o vendiendo ECUs. Incluso, es dudoso que la nueva institución central pudiera intervenir en unos hipotéticos márgenes de la ECU.

En efecto, estos márgenes se tendrán que establecer sobre los tipos centrales de la ECU endurecida, que coincidiría con su tipo teórico obtenido con las paridades centrales de sus monedas componentes. Si se piensa que posteriormente el tipo de cambio de mercado de la ECU va a evolucionar paralelamente a su tipo teórico, los márgenes de fluctuación de cada moneda tendrían que ser distintos, dada sus diferentes ponderaciones en la ECU. Además, estos márgenes se calcularían sobre la base de una divergencia de una moneda del $\pm 2,25\%$ respecto a todas las demás monedas del SME, lo que implicaría que la institución central no intervendría nunca, puesto que antes se habría alcanzado algún margen bilateral entre dos monedas del SME. Si se calculan unos márgenes menores a los que implicarían una divergencia del $\pm 2,25\%$, entonces esos márgenes serían arbitrarios. Si por el contrario, el tipo de cambio de la ECU se separa de su tipo teórico, como ocurre en la actualidad, lo que tendería a suceder a medida que crezcan las expectativas de realineamiento, es muy posible que la institución monetaria central tuviera que intervenir

mucho más a menudo de lo que las divergencias monetarias entre los países de la CEE justificarían. Por ello, no se puede hablar verdaderamente de una intervención marginal automática en ECUs. Además, al no intervenir el banco central nacional, éste podría evitar una modificación de sus tipos de interés esterilizando los efectos de la intervención de la institución monetaria central (recuérdese que de acuerdo con la propuesta española los activos de la institución monetaria central se depositarían en el banco central emisor correspondiente), o incluso interviniendo intramarginalmente en otra moneda comunitaria en sentido opuesto a las intervenciones de la institución monetaria central.

Incluso, en el caso de la propuesta británica, existirían ciertos riesgos en ese intento de influir sobre los tipos de interés de las monedas nacionales a través de las intervenciones marginales en ECUs. En primer lugar, esta forma de actuación podría desencadenar una guerra de tipos de interés entre la institución monetaria central y las autoridades nacionales, que llevaría a los tipos de interés europeos a situarse en niveles muy elevados, lo que ejercería un negativo efecto sobre el crecimiento económico en la CEE. Si estas variaciones en los tipos de interés responden a presiones temporales, podría ocasionar un importante aumento en la volatilidad de los tipos de interés, mayor que el que se podría generar en un SME sin ECU endurecida, debido al aliento que ésta otorgaría a los movimientos especulativos. Finalmente, un país podría oponerse a modificar sus tipos de interés mediante un reajuste de paridades, que afectaría al conjunto de las monedas del SME. De esta forma, la actuación de la institución monetaria central habría generado tensiones en las bandas del SME, que no se habrían producido en ausencia de la ECU endurecida, y habría provocado un realineamiento que en su ausencia no habría tenido lugar, incrementándose la inestabilidad cambiaria en el SME¹⁴.

¹⁴ Se está suponiendo que en ausencia de modificación en los tipos de interés de la ECU no se producirían tensiones en las bandas del SME entre otras monedas, ya que si no el propio funcionamiento del SME impondría la realización de intervenciones marginales y modificaciones en los tipos de interés, por lo que para la realización de estos ajustes la existencia de la ECU endurecida y la actuación de la institución monetaria central sería, en el mejor de los casos, redundante.

Por otra parte, la aplicación de los sistemas de penalizaciones, en concreto la obligación de que un banco central recompre su moneda a la institución monetaria central cuando realice una política monetaria excesivamente expansiva, no está exenta de problemas. La dificultad reside en que dicho mecanismo no podría instrumentarse de forma automática. El dispositivo que desencadenaría la puesta en marcha de dicho mecanismo corrector estaría asociado a un proceso de sustitución por parte de los agentes privados de una determinada moneda nacional por ECUs, que excediera ciertos límites prefijados. Ahora bien, una sustitución excesiva de moneda nacional puede ocurrir tanto como consecuencia de un exceso de liquidez como fruto del deseo de los agentes privados de utilizar cada vez más intensamente la futura moneda única. En este último caso, no estaría justificada la aplicación del sistema penalizador de recompra. Por lo tanto, se exigirían unos amplios elementos de discrecionalidad a la hora de poner en marcha dicha cláusula penalizadora. Esta discrecionalidad sería posiblemente una constante fuente de tensiones y conflictos entre el banco central nacional afectado y los órganos de gobierno de la nueva institución monetaria central.

En definitiva, las propuestas de endurecimiento de la ECU plantean importantes incertidumbres. Se podría decir, que la actuación de la institución monetaria central sólo estaría justificada si su comportamiento en política monetaria fuera radicalmente distinto al de los bancos centrales nacionales. ¿Pero por qué habría de comportarse de forma diferente si su Consejo estaría formado por los doce gobernadores de los bancos centrales nacionales? Si lo que realmente se pretende es presionar al banco central que ha actuado como líder del SME, ¿no sería más sencillo definir unas competencias para la actuación del BCE en la segunda fase, que le permitan establecer principios generales para la política monetaria de la zona y un nivel de tipos de interés de referencia para el área, como se sugiere en las propuestas presentadas en este trabajo, sin necesidad de asumir las incertidumbres que parece suscitar el establecimiento de la ECU endurecida? Por otra parte, el funcionamiento de los mecanismos de disciplina que incorporan las nuevas propuestas de endurecimiento de la ECU parecen plantear la coordinación de políticas monetarias en términos de conflicto y hostilidad y no de cooperación. Estos mecanismos de disciplina ya se encuentran, en realidad, presentes en las bandas del SME, que si se pretende hacerlos más exigentes se podría alcanzar con un

estrechamiento en la amplitud de las bandas. Por ello, el proyecto de la ECU endurecida plantea el riesgo de que sin que se hayan asentado los nuevos elementos de disciplina incorporados en tales propuestas, se pierdan los mecanismos en los que se ha basado hasta ahora el brillante funcionamiento del SME.

IV. CONCLUSIONES

La transición en tres fases hacia la UEME exige que se dote de un contenido propio y específico a cada una de ellas. En la actualidad, el contenido de la segunda fase resulta bastante impreciso, sin que se conozca muy bien si se configurará como un epílogo de la primera etapa, como un preámbulo de la tercera o, por el contrario, gozará de un contenido propio como fase intermedia de transición entre el funcionamiento actual del SME y el establecimiento de una Unión Monetaria. En los primeros dos casos, la segunda fase sería breve y podría implicar el avance hacia la UEME a dos o más velocidades. Por el contrario una segunda fase con contenido específico propio y diferenciado debería ser relativamente larga y permitir el acceso a la UEME del mayor número de los países de la CEE.

Durante la primera fase, al igual que a lo largo de la experiencia del SME, la coordinación y convergencia de las políticas monetarias nacionales se ha basado en la cooperación voluntaria y una amplia dosis de pragmatismo. Sin embargo, durante la segunda fase será necesario introducir ciertos elementos de institucionalización a dicha coordinación de políticas monetarias, lo que facilitará la transición hacia la tercera fase y permitirá una convergencia más estricta entre las distintas economías, a lo largo de un proceso continuo y gradual que permitiría reducir los costes económicos asociados al establecimiento de la UEME. En este contexto, la creación del SEBC al comienzo de dicha fase, con competencias reales y asumiendo parte de las funciones que posteriormente alcanzarán su plena operatividad en la tercera fase, se hace imprescindible.

En este trabajo se han presentado algunas propuestas que permitirían cubrir ese doble objetivo de alcanzar una más estricta coordinación y convergencia de las políticas monetarias y dotar de capacidades operativas al BCE, al tiempo que se respeta el principio de subsidiariedad y el avance gradual y continuo hacia la UEME. A diferencia de otras propuestas, las que aquí se han presentado están inspiradas plenamente en el "informe Delors" y en las lecciones que se pueden extraer de la experiencia que el funcionamiento flexible del SME ha ofrecido en el pasado. Dichas propuestas parten de los mecanismos de funcionamiento del SME, y los modifica exclusivamente para dotarlos de mayor contenido y simetría, y para permitir la actuación operativa del BCE, actuación que en ningún caso iría en detrimento de la propia actuación de los bancos centrales nacionales.

Cabría preguntarse, igualmente, si tales reformas serían o no imprescindibles para alcanzar la UEME. La respuesta sería obviamente negativa. Pero, tampoco sería necesario un acuerdo cambiario como el que representa el SME para alcanzar finalmente la Unión Monetaria. Como se expresó anteriormente, las reformas propuestas facilitarían la transición suave hacia ese objetivo final de la UEME, minimizarían los costes económicos que implicará el acceso a ella y la dotarían de mayor solidez una vez alcanzada, haciendo más factible que se materialicen los potenciales beneficios que reporta y disminuyendo las posibilidades de ruptura eventual de dicha Unión Monetaria.

La transferencia de competencias operativas al BCE se basaría en dotarle de capacidad de intervención en los mercados de divisas, constituyendo para ello en el BCE un fondo de reservas, a través de las aportaciones de los bancos centrales nacionales. Estas funciones ya le están encomendadas para la tercera fase, por lo que parece un procedimiento lógico para el aprendizaje y transición de BCE hacia su plena operatividad, en la última fase del proceso. Los más ambiciosos objetivos en materia de coordinación monetaria vendrían impuestos por el mantenimiento de una estabilidad cambiaria más estricta, como consecuencia de un estrechamiento de las bandas de fluctuación y de la renuncia a los reajustes de paridades, salvo en circunstancias extremas, configurándose esta segunda fase como una etapa de tipos de cambio cuasi-fijos.

El BCE no asumiría ninguna competencia operativa sobre las políticas monetarias nacionales. Sin embargo, en un contexto de tipos de cambio cuasi-fijos el margen de maniobra de los bancos centrales nacionales sería mínimo, por lo que el BCE asumiría un papel de árbitro cuando puedan plantearse posibles conflictos en la orientación e instrumentación de las distintas políticas monetarias nacionales. El Consejo del BCE emitiría los principios generales para política monetaria de la zona y dictaría sus recomendaciones respecto al nivel de los tipos de interés sobre el cual habrían de fluctuar, dentro de un intervalo probablemente reducido, los tipos de interés nacionales. No cabe pensar que en una fase avanzada hacia la constitución de la UEME, los conflictos sobre la orientación de las políticas monetarias nacionales puedan solucionarse concediendo prioridad a los objetivos de un banco central nacional líder del Sistema, o se resuelvan a costa de una mayor inestabilidad cambiaria.

El BCE asumiría, igualmente, la importante misión de preparar la transición hacia la moneda única, velando por el desarrollo gradual de los mercados de la ECU, ampliando sus posibilidades operativas en los diferentes ámbitos financiero y comercial, y asegurando un progreso paralelo en la integración monetaria en la CEE y en la expansión en los usos privados de la ECU.

Las propuestas que aquí se han defendido ni requerirían ni excluirían un posible endurecimiento de la ECU. Sin embargo, se han ofrecido una serie de argumentos que, cuando menos, plantean las numerosas incógnitas que un proceso de construcción de la UEME basado en el endurecimiento de la ECU abrirían respecto a su posible resultado final. Como se ha demostrado en este trabajo, existen otras formulas mucho menos inciertas que permiten una segunda fase larga, una Europa a una sola velocidad, y unas competencias operativas reales para el BCE en la segunda fase. Es evidente que cualquier diseño del proceso de avance hacia la UEME, por sofisticado y elegante que pueda ser, estará abocado al fracaso si no se cuenta con la voluntad política para acometerlo.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

BISHOP, G. (1990) : Toughening the ECU - Practical Steps to Promote it; Salomon Brothers International Ltd; Octubre.

BOFINGER, P. (1990) : The Political Economy of the Hard ECU Proposal; Ponencia presentada en el Seminario Financial and Monetary Integration Europe, organizado por CEPR y Banco de España. Madrid, Diciembre.

FEITO, J.L. y PEREZ DE EULATE, C. (1987) : "La evolución del Sistema Monetario Europeo; 1979-1986"; Noticias CEE, n. 31, Agosto.

GIOVANNINI, A. (1990) : "Delors Report and the Transition to EMU"; De Pecunia, vol. II, n.2-3, Octubre.

GROS, D. y THYGESEN, N. (1990) : Concrete Steps towards Monetary Union; Centre for European Policy Studies, CEPS Paper n. 45, Bruselas, Abril.

H.M: TREASURY (1990) : Economic and Monetary Union Beyond Stage I: Possible Treaty Provisions and Statute for a European Monetary Fund; Propuesta del Gobierno Británico presentada a la Conferencia Intergubernamental; Enero.

LEYVA, M.L. y MAYCAS, J. (1989) : "La ECU: evolución y perspectivas de futuro"; Boletín Económico. Banco de España, Mayo.

MAYCAS, J. (1987) : "Reforzamiento del Sistema Monetario Europeo"; Boletín Económico. Banco de España, Noviembre.

MAYCAS, J. (1990a) : "Ajuste en la paridad central y reducción en la amplitud de la banda de fluctuación de la lira italiana en el SME"; Boletín Económico. Banco de España, Enero.

MAYCAS, J. (1990b) : "La Unión Económica y Monetaria y el Banco Central Europeo"; Inversión y Finanzas, n. 36, Octubre.

MINISTERIO DE ECONOMIA Y HACIENDA (1991) : The ECU and the ESCB during Stage two. Documento presentado a la Conferencia Intergubernamental; Enero.

PEREZ-CAMPANERO, J. (1990) : El Sistema Monetario Europeo y el ECU, descripción y funcionamiento; Cuadernos de Economía y Finanzas; FEDEA.

RUESGA, S. (Coordinador) y VARIOS AUTORES (1989) : 1993. España ante el Mercado Unico. Ediciones Pirámide S.A. Madrid.

VIÑALS, J.M. (1989) : "Del Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria Europea"

Información Comercial Española, n. 675, Noviembre.

VIÑALS, J.M. (1990) : "Costes y beneficios de la transición desde el Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria"; Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el sistema financiero, n. 29.