

# **ECONOMIA INTERNACIONAL**



## PERSPECTIVAS TRAS LA CRISIS DEL S.M.E.

---

Juan Pérez-Campanero

"My function in the financial markets is that of a critic and my critical judgements are expressed by my decisions to buy and sell.

(...) Basically, all investors are doing what I am doing. I'm doing it more to the point."

Entrevista con George Soros "The man who broke the Bank of England"  
*Financial Times*, 2-3 enero, 1993.

"Si bien el gravamen propuesto daría una mayor autonomía a las autoridades macroeconómicas nacionales, en modo alguno les permitiría ignorar las repercusiones internacionales de sus actuaciones".

**James Tobin.**

"Grávense los especuladores"

*Financial Times*, 22 diciembre 1992.

(reproducido en *Papeles de Economía Española* nº 54).

**E**n esta nota se aborda la discusión de la crisis del SME. En la primera sección se recuerdan brevemente los hitos principales de la historia monetaria de los dos últimos años, bien conocida para muchos. En la segunda sección se analizan los elementos de esta crisis. En la tercera se examinan las opciones abiertas y se ponderan sus pros y sus contras. En la sección cuarta se extraen algunas conclusiones, y se resalta la aparente paradoja de que sólo ahora que se ha perdido el supuesto elemento de "credibilidad" ligado al vínculo al SME, se estén empezando a acometer en distintos países (entre ellos España) reformas estructurales que se habían pospuesto durante años.

### 1. LA AGONIA Y EL EXTASIS.

El cambio de perspectivas en el proceso de integración europea no ha podido ser más dramático en el último año y medio. En febrero de 1992 los ministros de asuntos exteriores y de hacienda de la CE firmaban en Maastricht el Tratado sobre la Unión Europea. En ese momento se cumplían 61 meses continuados de ausencia de realineamientos en el Sistema Monetario Europeo (SME), y su papel quedaba aún más reforzado cuando una nueva moneda, el escudo portugués, se incorporaba al mecanismo de cambios dos meses después. Un poco después, en junio, se cumplían dos años de la liberalización de movimientos de capital en la CE, un movimiento sin precedentes. Tan halagüeñas eran las perspectivas, que España y Portugal adelantaron el calendario de liberalización sobre el período transitorio previsto.

Pero todo empezó a marchar mal en junio de 1992. De forma relativamente inesperada, el Tratado de Unión Europea fue rechazado en referéndum en Dinamarca por un estrecho margen,

creando serias dudas sobre la viabilidad del proceso de unidad europea. La convocatoria no anticipada de un referéndum en Francia dio lugar a la publicación de encuestas de opinión que dejaban abierta la posibilidad de un rechazo también en Francia, lo que aumentó aún más el nerviosismo de los mercados, al perder verosimilitud por primera vez el escenario de convergencia y progreso uniforme en la unión monetaria. Al tiempo, durante el verano del 92 la reducción continuada de tipos de interés en Estados Unidos (con el propósito de estimular una economía en recesión) se vio acompañada por la subida de los tipos de interés en Alemania (para limitar la absorción y contener los efectos inflacionistas de la reunificación) debilitando el dólar y creando presiones apreciadoras sobre el marco.

Como es bien sabido, en septiembre de 1992 se abrió una crisis profunda del SME que ha tardado un año en cerrarse. Los episodios de esta crisis se recogen en el Cuadro núm. 1. La primera manifestación de la crisis, quizá la más dramática, se produce en septiembre de 1992. Unos días después del abandono del compromiso unilateral de fijación del marco finlandés respecto al ECU, la libra esterlina y la lira abandonan el mecanismo de cambios, tras un intento fútil de defender la paridad agotando las reservas internacionales con intervenciones en los mercados de divisas. Al mismo tiempo, la peseta se devalúa un 6% y los gobiernos y bancos centrales de Francia y Alemania emiten un comunicado conjunto en defensa de la paridad del franco. Las tensiones especulativas continuarían, y en noviembre se produjo la desvinculación con el ECU de las restantes monedas escandinavas fuera del SME y un realineamiento de las paridades de la monedas ibéricas. En enero y febrero del 93 se recrudecen los ataques especulativos contra el franco francés, que resiste con el apoyo alemán. Aún se producen nuevos realineamientos de la libra irlandesa en febrero y las monedas ibéricas en mayo, pero no afectan con carácter general al sistema en sí, sino que se deben a problemas específicos de los países involucrados. No obstante, las tensiones no abaten en ningún momento, y periódicamente se recrudecen, hasta que, tras una tormentosa sesión del Comité Monetario de la CE, los márgenes de fluctuación bilaterales son ampliados al  $\pm 15\%$  para todas las monedas excepto para el marco alemán y el florín holandés, que mantienen los márgenes normales. Ello equivale al abandono "de facto" de la fijación de los tipos de cambio, pues un margen de fluctuación del 30% es equivalente en cuanto a las posibilidades de variabilidad cambiaria a una flotación de las monedas.

CUADRO NUM. 1

|                            | PRIMERA CRISIS SISTEMATICA |        |           | SEGUNDA CRISIS SISTEMATICA |        |           | CRISIS IDIOSINCRATICAS |        |
|----------------------------|----------------------------|--------|-----------|----------------------------|--------|-----------|------------------------|--------|
|                            | 8 Sep                      | 13 Sep | 17 Sep    | 19 Nov                     | 22 Nov | 10 Dic    | 1 Feb                  | 13 May |
| <b>Miembros del SME</b>    |                            |        |           |                            |        |           |                        |        |
| Italia . . . . .           |                            | -7%    | flotación |                            |        |           |                        |        |
| Reino Unido . . . . .      |                            |        | flotación |                            |        |           |                        |        |
| España . . . . .           |                            |        | -5%       |                            | -6%    |           |                        | -8%    |
| Portugal . . . . .         |                            |        |           |                            | -6%    |           |                        | 6,5%   |
| Irlanda . . . . .          |                            |        |           |                            |        |           | 10%                    |        |
| <b>No miembros del SME</b> |                            |        |           |                            |        |           |                        |        |
| Finlandia . . . . .        | flotación                  |        |           |                            |        |           |                        |        |
| Suecia . . . . .           |                            |        |           | flotación                  |        |           |                        |        |
| Noruega . . . . .          |                            |        |           |                            |        | flotación |                        |        |

La CRISIS FINAL se produce el 2 de Agosto, cuando FRANCIA, DINAMARCA, BELGICA, IRLANDA, ESPAÑA y PORTUGAL, amplían márgenes de fluctuación respecto al marco hasta un  $\pm 15\%$

## 2. ANALIZANDO LA CRISIS.

La manifestación de la crisis no es sino el reflejo de la imposibilidad teórica de mantener al mismo tiempo tipos de cambio fijos, libertad de movimientos de capital y políticas económicas descoordinadas. Lo que de verdad sorprende a los economistas teóricos no es la crisis en sí, sino que haya tardado tanto tiempo en producirse<sup>(1)</sup>. Los tipos de cambio fijos se introdujeron en 1979, aunque la cristalización efectiva de las paridades era un hecho desde 1987. La libertad de movimientos de capital se introdujo en 1990. Aunque la descoordinación de las políticas económicas nacionales siempre se produjo en cierta medida, el problema se agravó de forma patente cuando los efectos económicos de la reunificación alemana tuvieron como consecuencia una manifiesta divergencia en la evolución económica de ese país respecto al resto de países miembros, y en la políticas económicas que las distintas situaciones demandaban.

El análisis habitual de libro de texto explica claramente cómo la expansión fiscal que acompañó a la reunificación demanda una apreciación del tipo de cambio real. Esta apreciación puede conseguirse de varias maneras, con un ajuste del tipo de cambio nominal, con un ajuste de los precios relativos (inflación en Alemania más alta que en los otros países) o con combinaciones intermedias. La obstinación de los otros países participantes impidió elegir la vía menos costosa, la de una revaluación del marco frente a las otras monedas. Las políticas monetarias de los distintos países no pueden ser independientes en un sistema de tipos de cambio fijos. Dado el compromiso antiinflacionista del Bundesbank, el sesgo deflacionista para el resto de Europa estaba servido<sup>(2)</sup>.

La divergencia en los comportamientos económicos sobrevenida tras la reunificación alemana queda bien ilustrada en los gráficos núm. 1 y 2. Mientras que la tasa de paro en Alemania sólo recientemente se ha elevado por encima de su nivel promedio durante la década de los 80, en el resto de Europa se ha situado por encima de este nivel medio a largo plazo desde hace varios trimestres, y comenzó a elevarse de forma significativa a final de 1990, un año antes que en Alemania. La divergencia en el comportamiento de los precios es aún más llamativa. Desde 1991 el comportamiento de la inflación en Alemania y el resto de Europa comienza claramente a diverger, y frente a una inflación en aumento en Alemania encontramos una inflación a la baja en el resto de Europa. Claramente, las recetas monetarias para los dos casos son no sólo diferentes, sino opuestas. Pero el vínculo del tipo de cambio fijo obligaba a que la política monetaria fuera única.

El Bundesbank se decantó tempranamente en favor de una revaluación del marco, pero encontró la oposición de otros países por razones de prestigio nacional o argumentos basados en la credibilidad. Una vez que el mercado perdió la fe en la idea de convergencia y de paulatina integración monetaria, se desató la presión sobre las paridades fijas. Los argumentos sobre competitividad y la inadecuación del "policy mix" a la posición cíclica de las economías europeas distintas de Alemania, tuvieron en cada caso un mayor o menor peso en la especulación contra las distintas monedas (como se discute más abajo), pero con unos flujos de capital muy

---

(1) Krugman, en la referencia citada en la siguiente nota, da un delicioso ejemplo de la diferente sensibilidad académica y práctica. Cuenta que "nunca había visto a tanta gente feliz en el NBER como el día del crash bursátil de 1987".

(2) Para una exposición más detallada, véase por ejemplo B. Eichengreen & C.h. Wyplosz, "The Unstable EMS", *Brooking Papers on Economic Activits*, 1: 1993, o P. Krugman, *What do we need to know about the international monetary systems*. Princeton Essays in International Finance, 1993. Ambos realizan presentaciones estilizadas del tradicional modelo Mundell-Fleming (la herramienta básica del análisis macroeconómico internacional) aplicadas al caso europeo.

superiores en volumen a la capacidad de intervención de los bancos centrales, el éxito de los mercados frente a los gobiernos a la hora de mantener incólume el SME era sólo cuestión de tiempo.

La posición del Bundesbank respecto a la necesidad de reajustar las paridades se manifestó tempranamente, en base a argumentos que invocan la ortodoxia económica más pura. Por ejemplo, ya en el informe anual de 1990, el Bundesbank afirmaba que "en la medida en que la estabilidad de los tipos de cambio o incluso la pronunciada fortaleza de un número de monedas participantes que no pertenecen al "núcleo duro" del SME se puede explicar esencialmente por sus elevados tipos de interés inducidos por la inflación, básicamente sólo se justifica si se consolida mediante una política económica dirigida hacia la estabilidad. Si no se logra el éxito en solventar las causas estructurales de la inflación en un período razonable de tiempo, probablemente será más difícil a largo plazo evitar tener que recurrir a los ajustes de los tipos de cambio"<sup>(3)</sup>, en clara alusión a países como España o Italia. Y en el informe anual de 1992 se insiste que la principal de las verdaderas razones para la crisis del SME fue "la ausencia de correcciones a los tipos de cambio a su debido tiempo, a la vista de las persistentes, y por tanto acumulativas, divergencias en el desarrollo de los costes y precios, presupuestos del sector público y balanza exterior"<sup>(4)</sup>; y el Bundesbank añade que incluso si no se hubiera producido el shock de la reunificación, las tendencias prevalentes con anterioridad (una Alemania con baja inflación, bajo déficit públicos y elevado superávit exterior) "hubiera señalado la necesidad de ajustar los tipos de cambio antes o después"<sup>(5)</sup>. Es más, se insiste de forma particularmente incisiva en que "las razones por las que una serie de países participantes [en el SME] han continuado soportando la carga de unos tipos de interés señaladamente superiores [a los de Alemania] tienen que buscarse en los propios países afectados"<sup>(6)</sup>.

La ausencia de progreso en la convergencia en los años recientes es clara, reforzando el peso de las recriminaciones del Bundesbank. Si bien las condiciones de convergencia establecidas en el Tratado de Unión Europea y sus protocolos anejos carecen de una justificación económica clara, como he tratado de argumentar en otro lugar<sup>(7)</sup>, al haberse convertido en el término de referencia común las utilizaré como rasero para medir el progreso en la convergencia de las economías comunitarias. Como indica el Cuadro núm. 2, en los últimos años no sólo no se ha avanzado en el cumplimiento de las condiciones de Maastricht sino que se ha producido una clara regresión. Si en 1991 había tres países que cumplían todas las condiciones, en 1992 sólo uno y sin apenas significación económica, demográfica o política (Luxemburgo) lo hacía; y en 1993 ya ningún país comunitario va a cumplir los requisitos de Maastricht. El número total de condiciones cumplidas para los 12 países en las cinco categorías se ha reducido de 34 en 1991 a 29 en 1992 y apenas 21 en 1993. Los gráficos núm. 3, 4 y 5 ilustran claramente que los serios problemas de convergencia que presenta España no se han ni mucho menos mitigado en los últimos dos años.

---

(3) Deutsche Bundesbank *Annual Report 1990*, Frankfurt, 1991, p. 66.

(4) Deutsche Bundesbank *Annual Report 1992*, Frankfurt, 1993, p. 80.

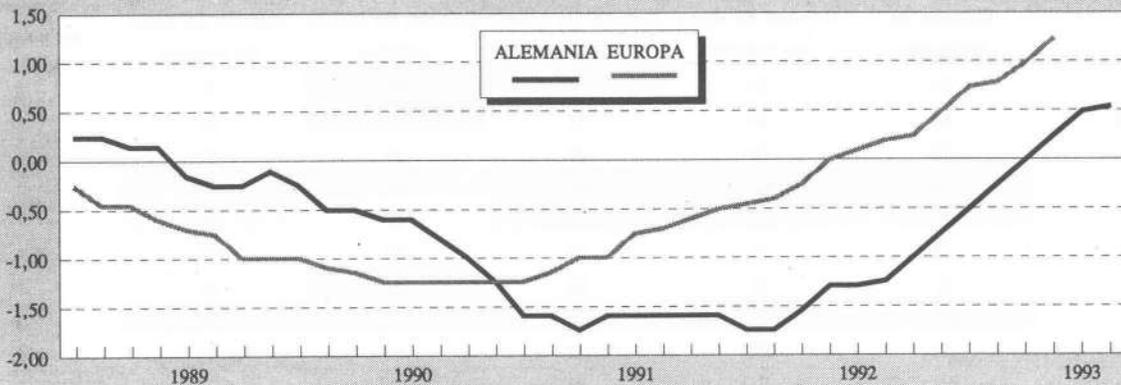
(5) Deutsche Bundesbank *Annual Report 1992*, Frankfurt, 1993, p. 81.

(6) Deutsche Bundesbank *Annual Report 1992*, Frankfurt, 1993, p. 82.

(7) J. Pérez-Campanero, "El significado económico de la unión monetaria y las condiciones de convergencia", en Fundación Banco Exterior, *Symposium sobre economía y finanzas internacionales; una perspectiva europea*, Madrid 1993.

### GRAFICO NUM. 1

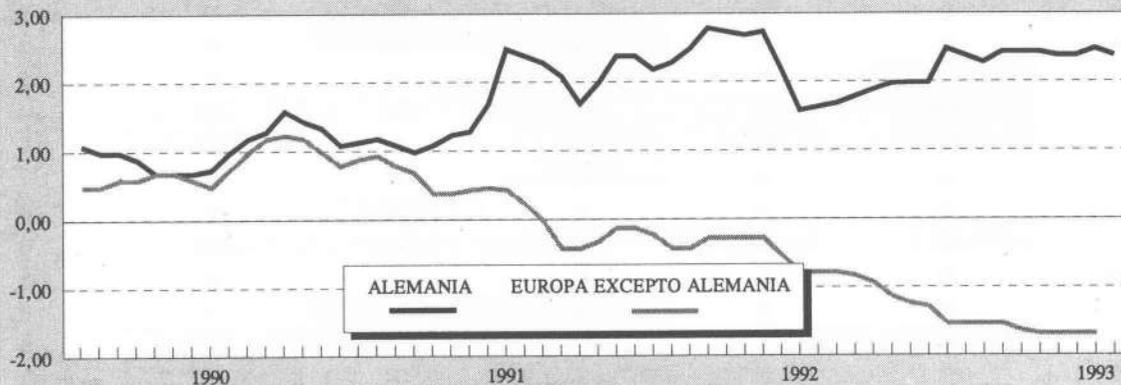
DIVERGENCIA EN LAS TASAS DE DESEMPLEO  
DESVIACION DE LAS TASAS DE DESEMPLEO DE LA MEDIA DE LOS AÑOS 80



FUENTE: JP MORGAN, "World Financial Markets", Sep/Oct 1993

### GRAFICO NUM. 2

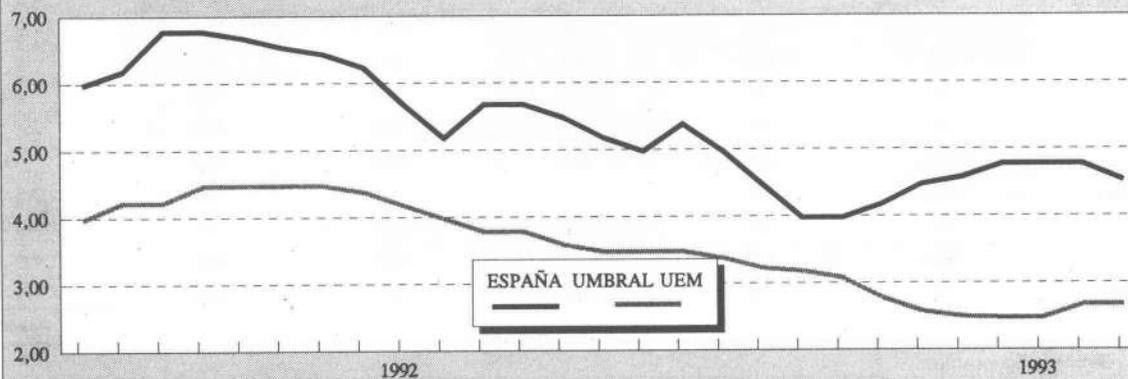
DIVERGENCIA EN LAS TASAS DE INFLACION  
DESVIACION DE LAS TASAS DE INFLACION DE LA MEDIA DE LOS 80



FUENTE: JP MORGAN, "World Financial Markets", Sep/Oct 1993

### GRAFICO NUM. 3

EL CRITERIO DE INFLACION  
TASA INTERANUAL DE INFLACION (IPC) Y UMBRAL UEM



FUENTE: ELABORACION PROPIA

CUADRO NUM. 2

| 1991                  |             |                   |                     |                   |                   | Número total de |
|-----------------------|-------------|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-----------------|
|                       | Criterio de | Criterio de tipos | Criterio de déficit | Criterio de deuda | Criterio de tipos | critérios       |
|                       | inflación   | de interés        | público             | pública           | de cambio         | satisfechos     |
| Bélgica . . . . .     | SI          | SI                | NO                  | NO                | SI                | 3               |
| Dinamarca . . . . .   | SI          | SI                | SI                  | NO                | SI                | 4               |
| Alemania . . . . .    | SI          | SI                | SI                  | SI                | SI                | 5               |
| Grecia . . . . .      | NO          | NO                | NO                  | NO                | NO                | 0               |
| España . . . . .      | NO          | NO                | NO                  | SI                | NO                | 1               |
| Francia . . . . .     | SI          | SI                | SI                  | SI                | SI                | 5               |
| Irlanda . . . . .     | SI          | SI                | SI                  | NO                | SI                | 4               |
| Italia . . . . .      | NO          | NO                | NO                  | NO                | NO                | 0               |
| Luxemburgo . . . . .  | SI          | SI                | SI                  | SI                | SI                | 5               |
| Holanda . . . . .     | SI          | SI                | SI                  | NO                | SI                | 4               |
| Portugal . . . . .    | NO          | NO                | NO                  | NO                | NO                | 0               |
| Reino Unido . . . . . | NO          | SI                | SI                  | SI                | NO                | 3               |
|                       |             |                   |                     |                   |                   | 34              |

| 1992                  |             |                   |                     |                   |                   | Número total de |
|-----------------------|-------------|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-----------------|
|                       | Criterio de | Criterio de tipos | Criterio de déficit | Criterio de deuda | Criterio de tipos | critérios       |
|                       | inflación   | de interés        | público             | pública           | de cambio         | satisfechos     |
| Bélgica . . . . .     | SI          | SI                | NO                  | NO                | SI                | 3               |
| Dinamarca . . . . .   | SI          | SI                | NO                  | NO                | SI                | 3               |
| Alemania . . . . .    | NO          | SI                | NO                  | SI                | SI                | 3               |
| Grecia . . . . .      | NO          | NO                | NO                  | NO                | NO                | 0               |
| España . . . . .      | NO          | NO                | NO                  | SI                | NO                | 1               |
| Francia . . . . .     | SI          | SI                | NO                  | SI                | SI                | 4               |
| Irlanda . . . . .     | SI          | SI                | SI                  | NO                | SI                | 4               |
| Italia . . . . .      | NO          | NO                | NO                  | NO                | NO                | 0               |
| Luxemburgo . . . . .  | SI          | SI                | SI                  | SI                | SI                | 5               |
| Holanda . . . . .     | SI          | SI                | NO                  | NO                | SI                | 3               |
| Portugal . . . . .    | NO          | NO                | NO                  | NO                | NO                | 0               |
| Reino Unido . . . . . | SI          | SI                | NO                  | SI                | NO                | 3               |
|                       |             |                   |                     |                   |                   | 29              |

| 1993                  |             |                   |                     |                   |                   | Número total de |
|-----------------------|-------------|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-----------------|
|                       | Criterio de | Criterio de tipos | Criterio de déficit | Criterio de deuda | Criterio de tipos | critérios       |
|                       | inflación   | de interés        | público             | pública           | de cambio         | satisfechos     |
| Bélgica . . . . .     | NO          | SI                | NO                  | NO                | NO                | 1               |
| Dinamarca . . . . .   | SI          | SI                | NO                  | NO                | NO                | 2               |
| Alemania . . . . .    | NO          | SI                | NO                  | SI                | SI                | 3               |
| Grecia . . . . .      | NO          | NO                | NO                  | NO                | NO                | 0               |
| España . . . . .      | NO          | NO                | NO                  | SI                | NO                | 1               |
| Francia . . . . .     | SI          | SI                | NO                  | SI                | NO                | 2               |
| Irlanda . . . . .     | SI          | SI                | NO                  | NO                | NO                | 2               |
| Italia . . . . .      | NO          | NO                | NO                  | NO                | NO                | 0               |
| Luxemburgo . . . . .  | NO          | SI                | SI                  | SI                | NO                | 3               |
| Holanda . . . . .     | SI          | SI                | NO                  | NO                | SI                | 3               |
| Portugal . . . . .    | NO          | NO                | NO                  | NO                | NO                | 0               |
| Reino Unido . . . . . | SI          | SI                | NO                  | SI                | NO                | 3               |
|                       |             |                   |                     |                   |                   | 20              |

Fuente: Elaboración propia.

Como se ha dicho, el resto de países participantes se opuso a una devaluación de sus monedas frente al marco, abriendo la vía a otras formas más costosas de acomodar las divergencias acumuladas y el shock de la reunificación. Cuando los mercados percibieron como insostenible el mantenimiento de paridades fijas, los ataques especulativos fueron la consecuencia lógica. La propia naturaleza de la intervención ilimitada para defender niveles preestablecidos del tipo de cambio resultaba determinante, al existir una clara asimetría entre las elevadas ganancias en caso de prosperar una apuesta contra el nivel del tipo de cambio, y las reducidas pérdidas en caso contrario. Los instrumentos derivados multiplican además los fondos disponibles para tales operaciones, al permitir apalancar en un múltiplo elevado el capital original.

Las motivaciones para cuestionar la paridad de una moneda frente al marco fueron diversas, y en casi todos los casos estuvieron entremezcladas, pero cabe clasificarlas en tres tipos: problemas de competitividad, anticipación del abandono de una política insostenible, y la especulación que fuerza un cambio en sí misma (*self-fulfilling speculative attack*).

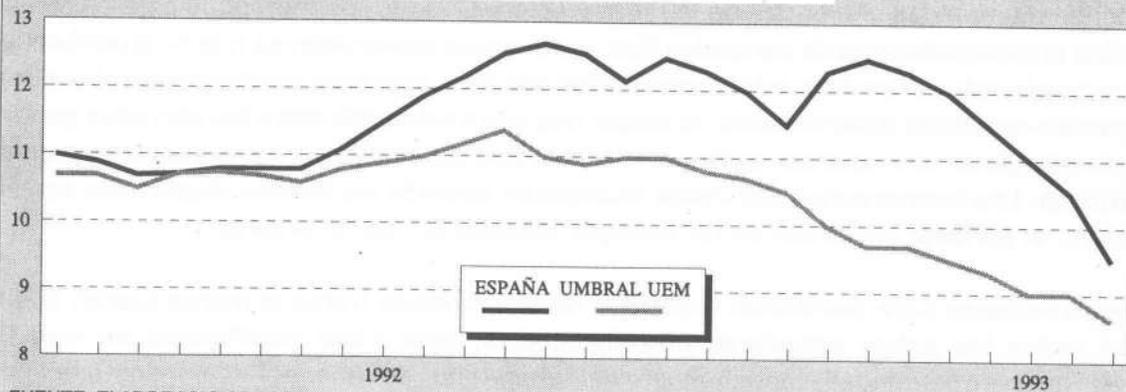
(1) Problemas de competitividad, sea de carácter general o por razones más específicas. Algunas monedas estaban claramente sobrevaloradas a su paridad pre-crisis, ya consideremos su valor verdadero en función de la paridad del poder de compra o en función de los flujos de balanza de pagos. Este parece ser claramente el caso de la peseta<sup>(8)</sup>, la libra esterlina y la lira, así como en buena medida de las monedas escandinavas (particularmente afectadas por el colapso del comercio con la unión soviética). Irlanda y Portugal se vieron afectadas por su estrecha relación con países que devaluaron, más que por un problema general de competitividad. España supone el 16% de las importaciones portuguesas y el 15% de sus importaciones, frente a sólo el 3% de exportaciones y 4% de importaciones como media comunitaria, y el total de exportaciones e importaciones a las monedas débiles del SME es de un 30% y 23%, respectivamente, frente a sólo un 21% y un 17% para la CE en su conjunto. Las cifras son aún más claras en el caso de Irlanda: Gran Bretaña supone el 45% de las importaciones irlandesas y el 32% de sus exportaciones, frente a sólo el 7% de las importaciones y exportaciones de la Comunidad Europea.

(2) La anticipación por los mercados de la insostenibilidad de una política económica centrada en el mantenimiento de un nivel de tipo de cambio, para economías que se adentran en la recesión. Incluso en ausencia de problemas directos de competitividad, la posición cíclica de los países europeos más avanzados en la fase recesiva que Alemania parece requerir una política algo más expansiva. Los elevados niveles de déficit estructural y de endeudamiento público desafortunadamente acumulados durante los años expansivos imponen severas limitaciones a la política fiscal, y han motivado de hecho programas de consolidación fiscal ligeramente contractivos. De esta forma, el papel estimulativo reposa en los elementos monetarios, bien sea en tipos de interés reales sustancialmente más reducidos, bien en un tipo de cambio real infravalorado, bien en una combinación de ambos. En esta perspectiva, se extendió en los mercados cada vez con mayor intensidad la percepción de que los tipos de interés prevalencientes eran insostenibles, y que eventualmente los países en cuestión optarían por una política monetaria expansiva que les forzaría a renunciar al compromiso cambiario, dado el tono más restrictivo de la política monetaria en Alemania. De ahí que pudiera ejercerse una presión contra el franco, a pesar de que presentaba menores desequilibrios de inflación y déficit público que Alemania.

---

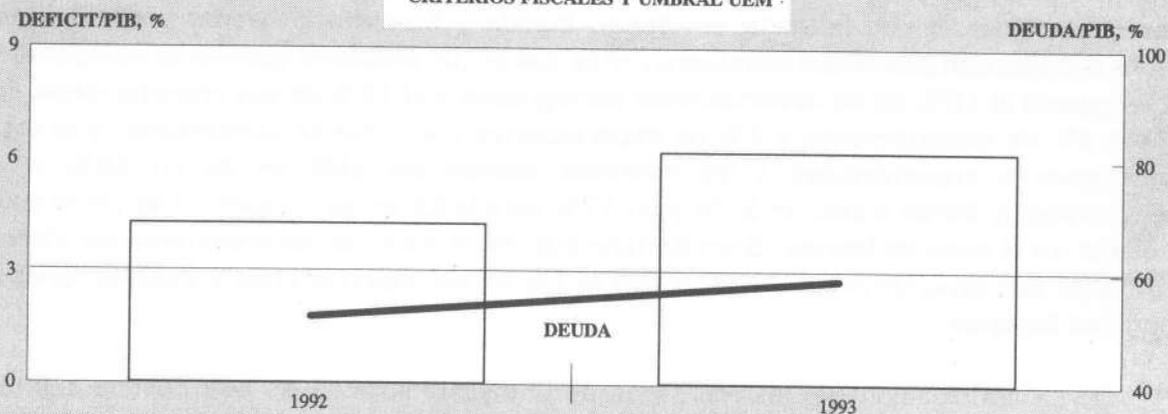
(8) Para una refutación del argumento relativo a la no sobrevaluación de la peseta en base a ganancias de productividad, véanse los comentarios de Dornbusch al artículo de Wyplosz y Eichengreen citado en la primera nota.

**GRAFICO NUM. 4**  
**EL CRITERIO DE TIPOS DE INTERES**  
**TIR DE LOS BONOS A 10 AÑOS Y UMBRAL UEM**



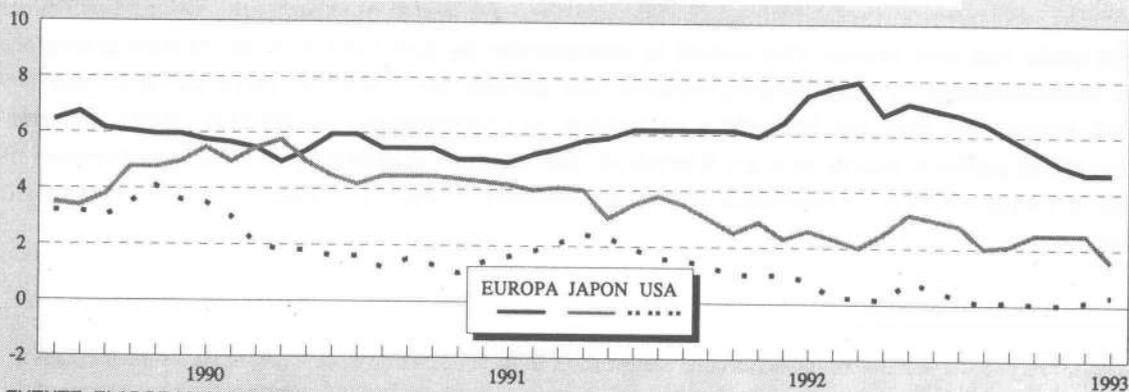
FUENTE: ELABORACION PROPIA

**GRAFICO NUM. 5**  
**CRITERIOS FISCALES Y UMBRAL UEM**



FUENTE: ELABORACION PROPIA

**GRAFICO NUM. 6**  
**TIPOS DE INTERES REALES A CORTO PLAZO**  
**TIPO DE LOS EURODEPOSITOS A 3 MESES MENOS TASA DE INFLACION, %**



FUENTE: ELABORACION PROPIA

Los comentaristas anglosajones (y, dada la importancia de Nueva York y Londres como centros financieros, también los operadores de los mercados financieros internacionales) han enfatizado particularmente el papel de los tipos de interés, y cómo los tipos de interés reales en Europa se encuentran a un nivel muy superior al de Estados Unidos o Japón, en este momento cercano a cero para los tipos a corto plazo como ilustra el gráfico núm. 6. El argumento ha sido recibido con algo más de escepticismo en Europa continental, y en particular el Bundesbank ha señalado que los tipos de interés a largo plazo en Alemania han vuelto a situarse en un nivel que "no puede en modo alguno considerarse elevado bajo estándares históricos, sea en términos nominales o reales" y que "los tipos de interés a corto plazo también han caído considerablemente desde Septiembre de 1992"<sup>(9)</sup>. De hecho, los tipos de interés de los eurodepósitos en marcos a tres meses en términos reales se encuentran hoy 190 puntos básicos por debajo de su media de los diez últimos años, aunque ciertamente aún son 160 p.b. superiores a los de Japón y 200 p.b. superiores a los de Estados Unidos.

(3) Finalmente, un ataque especulativo puede en principio forzar en sí mismo un cambio de política económica no necesariamente justificado por las condiciones subyacentes, de tal forma que la propia posibilidad de que esto suceda si el ataque triunfa desata la especulación. Es lo que en la literatura económica se conoce como "self-fulfilling crisis"<sup>(10)</sup>. De forma previsible, esta es una de las explicaciones favoritas de los bancos centrales y gobiernos que, acosados por la especulación contra sus monedas (y en la mayoría de los casos derrotados humillantemente por los mercados), se refieren a la "especulación injustificada" en tonos peyorativos e invocando principios éticos. Sin embargo, parece más clarificador entender que los mercados financieros han reconocido el potencial para la inestabilidad financiera generada por los tipos de cambio fijos en las presentes circunstancias creadas por la reunificación alemana y han forzado a los gobiernos a adoptar la decisión adecuada. Una vez eliminadas las condiciones problemáticas, el SME puede perfectamente volver a reimplantarse con éxito.

Eichengreen y Wyplosz, en el artículo anteriormente citado, argumentan que las provisiones del Tratado de Unión Europea, en particular en lo que se refiere a las condiciones de convergencia, pueden haber facilitado la especulación injustificada en razones económicas subyacentes. Según su argumento, dado que una de las condiciones para entrar en la unión monetaria es que la moneda pertenezca durante los dos años anteriores a la banda estrecha sin tensiones cambiarias importantes, y que un ataque especulativo puede forzar una devaluación, en no cumplimiento de los requisitos tras la devaluación conllevaría la suavización de las políticas de ajuste (dado que ya sería imposible para ese país estar en el grupo de cabeza), y con ello validaría a posteriori el embite de los especuladores, que se verían así incentivados a priori a atacar la moneda debido a esa eventualidad. Aunque intelectualmente atractiva, esta interpretación carece de plausibilidad práctica, como lo prueba el que la disciplina anti-inflacionista y el compromiso con el ajuste no sólo se ha mantenido tras la quiebra de la paridad sino que en la mayoría de los países incluso se ha reforzado.

---

<sup>(9)</sup> Deutsche Bundesbank *Annual Report 1992*, Frankfurt, 1993, p. 82.

<sup>(10)</sup> Cuya discusión sistemática fue introducida por M. Obstfeld, "Rational and self-fulfilling balance-of-payments crisis", *American Economic Review*, 76;1, 1986.

### 3. ¿HAY SOLUCION AL DILEMA?

He señalado anteriormente que no hay solución a la incompatibilidad entre tipos de cambio fijos, libertad de movimientos de capital y políticas económicas descoordinadas. Sin embargo, se han buscado respuestas al dilema, bien sea -como antes de Agosto- para intentar salvaguardar el SME en las presentes circunstancias, bien sea para buscar fórmulas que hagan más viable su restablecimiento futuro. Vale la pena por ello repasar someramente las opciones manejadas.

(1) El status quo, es decir, continuar intentando mantener los tres elementos, a base de políticas monetarias muy restrictivas para defender el tipo de cambio. Evidentemente, esta alternativa se ha probado inviable, y el ejemplo de diversos países (recordemos el caso de Suecia) demuestra la futilidad de las subidas de tipos si la especulación es suficientemente intensa. Pero aun en aquellos países en que haya margen para ello, los altos tipos de interés perjudican la actividad económica, elevan el déficit público y eventualmente afectan al sistema financiero a través del aumento de la morosidad. Claramente, no es una alternativa aceptable.

(2) Eliminar la libertad de movimientos de capital. Esta alternativa ha encontrado frecuentes adeptos, particularmente en países de tradición intervencionista como España o Francia, y puede adoptar diversas variantes: el "impuesto tipo Tobin" a todas o a ciertas transacciones en divisas; la imposición de coeficientes de caja especiales (al estilo de las medidas adoptadas por el Banco de España entre septiembre y noviembre del año pasado) para transacciones en divisas; o los tipos de cambio duales (como ha propuesto Dornbush). Se trata en todos los casos de "echar arena en las ruedas de la especulación"<sup>(11)</sup>. Recientemente, Delors defendió los controles de capital ante el parlamento europeo con una metáfora automovilística: nadie prohíbe la circulación de vehículos, pero sí hay límites legales a su velocidad. Es una alternativa defendida recientemente por Eichengreen y Wyplosz en el artículo arriba mencionado.

Pero esta alternativa tiene muy serias desventajas. En primer lugar, limita los flujos financieros, reduce la liquidez y perjudica el desarrollo de los mercados de capital, con el consiguiente efecto adverso sobre la inversión productiva. Esto es especialmente grave si se trata de mercados aún prácticamente emergentes como el español. Además, la imposición de controles de capital sólo tendría sentido si se realizara de forma coordinada internacionalmente y de forma unánime, ya que en caso contrario los países con controles se verían seriamente perjudicados por la emigración de la actividad financiera hacia los países sin controles. Tal acuerdo unánime es impracticable, ya que siempre habría países con incentivos para incumplir el acuerdo. Finalmente, uno de sus aspectos más perjudiciales y no siempre suficientemente valorados es que inhibe la adopción de los ajustes necesarios para corregir los desequilibrios e inconsistencias que dan origen al problema. Es atacar el síntoma sin atacar la enfermedad. Este punto ha sido señalado por ejemplo por el Bundesbank, que en su último informe anual apunta que "la libertad de transacciones de capital no es una nueva "fuente de perturbaciones" para los desarrollos cambiarios, sino que más bien constituye el catalizador de los ajustes necesarios relativos a todo el rango de las políticas económicas, fiscales y salariales"<sup>(12)</sup>.

---

(11) En la expresión de Tobin. En un artículo de 1978 realizó la propuesta, expuesta más recientemente en un artículo publicado en el *Financial Times* y reproducido en el nº 54 de *Papeles de Economía Española* (1993). Véase en el mismo número al artículo de Luis Linde que explica las medidas adoptadas por el Banco de España.

(12) Deutsche Bundesbank *Annual Report 1992*, Frankfurt, 1993, p. 82.

Es importante resaltar que no hay que confundir la introducción de controles de capital con la regulación prudencial de los nuevos instrumentos financieros relativos a transacciones fuera de balance, tema al que probablemente la comunidad internacional no le ha prestado aún una atención suficiente, a pesar de que potencialmente podría generar situaciones de grave inestabilidad financiera. Una excepción a esta relativa falta de atención es un reciente estudio del Grupo de los Treinta.

(3) Una tercera alternativa es aumentar el grado de flexibilidad entre las monedas. Frente a la práctica unanimidad de los círculos académicos, oficiales y de mercado americanos respecto a la preferibilidad de los tipos de cambio flexible, existe en Europa el sesgo contrario, a favor de tipos de cambio fijos. Hay varias buenas razones para ello<sup>(13)</sup>.

Las economías europeas son más abiertas que la americana (exportaciones e importaciones representan una fracción mucho más considerable del producto nacional), y la mayor parte de los flujos comerciales son intracomunitarios. Por ello, las fluctuaciones cambiarias afectan más adversamente al comercio y a la actividad en Europa que en Estados Unidos. Históricamente, los años de mayor prosperidad europea en las décadas recientes han coincidido con los años de mayor estabilidad cambiaria.

Además, el temor a que la flotación engendre un período de devaluaciones competitivas está firmemente arraigado en Europa. Ello se debe en parte a la memoria histórica de la experiencia de entreguerras, cuando el intento de ganar competitividad a costa de los vecinos mediante devaluaciones competitivas condujo al caos financiero y el colapso económico, y contribuyó al origen del fascismo.

La percepción más extendida asimismo en Europa es que las ganancias de bienestar derivadas del mercado único no podrán llegar a realizarse por completo en ausencia de estabilidad cambiaria. Las dificultades administrativas y políticas que genera la variabilidad cambiaria en la política agraria común y en los presupuestos comunitarios son otro factor importante.

Aunque se acepten estos argumentos, no cabe duda de que en las circunstancias actuales, la solución adoptada el 1 de agosto es la correcta. La introducción, en principio transitoria, de una mayor flexibilidad cambiaria en Europa, ofrece el suficiente margen de maniobra para empezar a tomar medidas correctoras de los desequilibrios, divergencias y descoordinación de políticas económicas que han dado al traste con el SME.

(4) Esto nos lleva a la última posibilidad, esto es, a la mayor coordinación de las políticas económicas. Cabe esperar que, de forma paulatina, los países europeos vayan haciendo uso de su recuperada libertad para establecer una política monetaria independiente, orientada a las condiciones económicas internas. Mientras que, por otro lado, la política económica de Alemania seguirá condicionada por los efectos de la reunificación. Ello significará, tarde o temprano, que los tipos de interés de los restantes países europeos se reducen en relación a Alemania y posiblemente que algunas monedas se debiliten frente al marco, todo lo cual tendrá efectos expansivos en esas economías y efecto ligeramente contractivos en Alemania. En definitiva, se estará caminando en la dirección de eliminar las divergencias macroeconómicas que impiden una

---

(13) Bien descritas, por ejemplo, en F. Giavazzi y A. Giovannini. "The quest for exchange rate stability in Europe", en su libro *Limiting Exchange Rate Flexibility, The European Monetary System*, 1989.

actuación de política económica más coordinada, y con ello se restablecerán las condiciones para un régimen viable de estabilidad cambiaria.

#### **4. MIRANDO AL FUTURO CON LOS OJOS EN EL PASADO.**

Con el beneficio de la retrospectiva, hay que señalar que el énfasis puesto en Europa en los últimos años en el argumento de la credibilidad que otorgaba fijar el tipo de cambio con el marco alemán, pues permitía importar la política anti-inflacionista alemana, ha sido particularmente nocivo. Es una idea que logró un profundo arraigo en círculos oficiales, académicos y privados, y que ha probado ser una falacia. De hecho, la rotundidad con que los mercados fueron persuadidos entre 1987 y 1992 de que las paridades intra-SME no iban a ser modificadas ha actuado como un eficaz elemento inhibitor del ajuste ante los desequilibrios. Resulta aleccionador contemplar cómo, una vez sucumbido el SME, los distintos países están acometiendo las reformas y ajustes que se habían pospuesto durante años. Por ejemplo, Italia por primera vez está emprendiendo una reforma seria de sus finanzas públicas y España está encarando la reforma del mercado laboral.

El abandono temporal de una rígida disciplina cambiaria no lleva necesariamente aparejado el fracaso del proyecto de unidad europea pergeñado en Maastricht, pero los sinsabores que ha sufrido la idea de unión monetaria en este último año ayudarán probablemente a poner las cosas en perspectiva. No deja de resultar algo estrambótico que los países comunitarios se lancen en una carrera acelerada por conseguir una moneda única (el mayor símbolo de soberanía y especificidad nacional) cuando ni siquiera son capaces de ponerse de acuerdo para conseguir un horario único (en el momento en que estas líneas vayan a imprenta, el cambio al horario de invierno se producirá en unos países europeos y no en otros), un tipo de enchufe único, un ancho de vía férrea único o una forma unificada de describir las tallas de la ropa interior.

Dornbusch ha llegado a tildar al programa establecido en Maastricht de anacrónico, pues ya carecen de importancia las dos principales razones que originariamente motivaron la integración europea -preservar la paz entre Alemania y Francia y crear una barrera contra el comunismo- y ha afirmado que debe entenderse como "una desesperada huida hacia adelante para erigir barreras infranqueables a la integración con el Este". Aunque esta es una opinión sin duda extrema, que subestima probablemente la importancia, fortaleza y estabilidad del eje franco-alemán (que recordemos que ha sobrevivido incluso episodios como la visita de Mitterrand a Gorbachov para que entorpeciera la unión alemana), conviene no obstante resaltar que estamos en época de cambios en la que nada hay que dar por sentado y prestar una particular atención a los nuevos desarrollos en las distintas regiones del mundo.