REPERCUSIONES INTERNACIONALES DE UNA UNION MONETARIA EUROPEA (*)

Richard N. COOPER

INTRODUCCION

La formación de una unión monetaria europea (UME), si llega a producirse, será un hito trascendental en la historia monetaria. Doce países independientes y soberanos adoptarán, si no en la forma sí en cuanto a los efectos, una moneda común. Ese paso no carece de precedentes. Actualmente, existen dos uniones monetarias entre países soberanos: la Unión Monetaria de Africa Occidental y la Unión Monetaria del Africa Central, con seis v siete miembros respectivamente. Pero en su formación fueron decisivos los deseos de Francia. la antiqua potencia colonial, en el momento de la independencia, y Francia sigue ejerciendo alguna influencia sobre su gestión. Existen también las uniones monetarias de Bélgica y Łuxemburgo, y de Suiza y Liechtenstein, que son uniones formadas por un país grande y otro pequeño (1). En el siglo xix, existieron la Unión Monetaria Latina, formada por Bélgica, Francia, Italia y Suiza, con una acuñación estándar de gran circulación, y la Unión Monetaria Escandinava (1873-1915), con la circulación en toda la unión de billetes de banco convertibles en oro; ninguna de las dos pudo sobrevivir a las tensiones de la primera guerra mundial. La Unión Monetaria del Africa Oriental existió entre Kenya, Tanzania y Uganda durante varios años después de la independencia, pero acabó desintegrándose, como casi todas las instituciones comunes creadas entre esos tres países (2).

La UME estaría formada por grandes países industriales, en un mundo en el que la política monetaria se considera instrumento fundamental de la gestión económica nacional. De ahí que su formación sea un acontecimiento relevante. En este artículo, vamos a considerar el posible impacto que dicho acuerdo tendría sobre el resto del mundo. La pregunta es si la UME, trascendental para Europa, tendría repercusiones significativas fuera de Europa.

Curiosamente, dos importantes documentos que podríamos calificar de «anteproyectos» de la UME —el informe del Comité Delors y la definición de lo que debería ser un banco central europeo según el Presidente del Bundesbank alemán, Karl Otto Pöhl- guardan absoluto silencio sobre la cuestión del resto del mundo (3). Caben dos hipótesis sobre esa extraña omisión. La primera sería que refleja la absorción de los europeos, últimamente, en los asuntos internos de Europa, ya de por sí bastante complicados sin complicarlos aún más con la consideración de sus relaciones con el resto del mundo (4). La segunda sería que refleja la idea de que la UME no tendría repercusiones dignas de mención sobre el resto del mundo. Cabe también pensar en una combinación de ambas hipótesis. Las consideraciones que aquí vamos a exponer prestan cierto respaldo a la segunda, al menos una vez que la UME estuviera plenamente establecida.

Toda visión del futuro ha de ser forzosamente conjetural, tanto más cuanto que todavía no sabemos nada sobre cómo haya de configurarse exactamente la proyectada unión monetaria europea. A efectos analíticos, vamos a distinguir en este estudio entre lo que serían las repercusiones en el resto del mundo de una UME *en funcionamiento* y lo que serían esas repercusiones durante el camino, largo y posiblemente arduo, desde los acuerdos actuales hasta una UME plenamente efectiva; es decir, durante el período de transición, en el cual es más probable una influencia importante en el resto del mundo.

EL CONTENIDO DE UNA UNION MONETARIA EUROPEA

Para iniciar el análisis, es preciso aclarar cuál sería el contenido de la unión monetaria europea, y cuál el camino de su constitución. Sobre el segundo punto, el *Informe Delors* prevé tres etapas.

En la primera de ellas, se completaría el programa de eliminación de barreras económicas entre los miembros de la Comunidad Europea en 1992, se fortalecerían los mecanismos de cooperación económica y monetaria, todos los países se incorporarían al Sistema Monetario Europeo (SME) de paridades fijas y ajustables por consenso, y se eliminarían todos los impedimentos al uso privado de la unidad de cuenta europea o ecu. En la reunión del Consejo Europeo de junio de 1989, se acordó que esa etapa debía estar concluida en julio de 1990, salvo en lo relativo a la eliminación de controles sobre los movimientos de capitales financieros por parte de España, Grecia, Irlanda y Portugal.

La segunda etapa prevista en el *Informe Delors* daría comienzo una vez que hubiera entrado en vigor el nuevo tratado constitutivo de la unión monetaria. En ella, se reforzarían aún más los mecanismos de coordinación de las políticas macroeconómicas y monetarias, esto último de manera especial, mediante la creación de un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Durante esta etapa, se transferirían gradualmente las competencias de la dirección de la política monetaria de las autoridades monetarias nacionales al SEBC. Todavía se podrían modificar las paridades, pero sólo en circunstancias excepcionales.

La tercera etapa comportaría el establecimiento de paridades fijas e irrevocables entre los países miembros de la UME, que serían todos los de la Comunidad Europea, y el SEBC asumiría la plena responsabilidad de la política monetaria para toda la UME. Además, en esta fase final entrarían en vigor los distintos topes presupuestarios recomendados en el *Informe Delors*.

No se ha adoptado hasta ahora ninguna decisión política sobre la puesta en marcha de las etapas segunda y tercera, y de hecho el contenido de la segunda sigue siendo un tanto impreciso, pero se trabaja en la redacción de un tratado que sirva de marco jurídico a la UME, así como en negociaciones paralelas para robustecer la dimensión política de la Comunidad Europea.

Un sistema de paridades fijas e irrevocables—que, salvo en el nombre, sería lo mismo que una moneda común— requiere la aplicación de una política monetaria única en toda la unión, y por ende la existencia de una única autoridad monetaria, que sería la encargada de controlar el crecimiento de la base monetaria y establecer las políticas oficiales de tipos de interés y tipos de cambio (5). La existencia de una autoridad de ese carácter entre naciones soberanas plantea la importante y difícil cuestión de cómo asegurar su responsabilidad po-

lítica, aunque su actuación sea independiente de los gobiernos constituidos. Una solución, respaldada por el canciller alemán Kohl, sería hacerla responsable ante un Parlamento Europeo con mayores poderes que el actual, lo cual constituiría un paso más hacia unos Estados Unidos de Europa. Una segunda solución posible, que no implicaría avanzar en esa dirección, sería atribuir la responsabilidad de la dirección y ejecución generales de la política monetaria, aunque no los detalles de su aplicación, a un Consejo de Ministros, cuyos componentes son funcionarios políticamente responsables. Pero esta solución sería contraria a una de las condiciones establecidas por Pöhl, la de que el SEBC fuera totalmente independiente de los ministros (6). En lo que sigue, dejaremos de lado este importante punto.

Supongamos ahora que la UME esté ya instituida y asentada. Sus efectos sobre Europa serán grandes, porque ya no habrá políticas monetarias nacionales y los gobiernos no podrán ya recurrir al banco central para la financiación del déficit presupuestario, para lo cual tendrán que acudir al mercado público de capitales (7). La moneda común impulsará el desarrollo de un mercado de capitales realmente extendido a toda la Comunidad, con valores con interés emitidos por entidades públicas y privadas en estrecha competencia, y que ya no llevarán aparejado, como ahora, un riesgo de cambio.

Pero, por la misma razón, dentro de la Comunidad Europea no se dispondrá ya de la modificación de las paridades entre las monedas nacionales como instrumento de la acción pública. Las fluctuaciones de la demanda de productos nacionales se manifestarán en forma de inflación o desempleo regional, presionando al alza o a la baja sobre los salarios nominales y reales, y quizás induciendo un cierto desplazamiento de la mano de obra desde las regiones donde la demanda sea baja a aquellas otras donde sea alta, como sucede dentro de Estados Unidos, y aun dentro de cualquier otro país (8). Ni que decir tiene que, dentro de la UME, esas «regiones» podrían ser los propios estados miembros de la Comunidad.

Ahora bien, ¿cómo afectarían esos acontecimientos, importantes dentro de Europa, al resto del mundo?

LAS REPERCUSIONES EN EL RESTO DEL MUNDO DE UNA UME YA ESTABLECIDA

Vamos a hacer mención de las posibles repercusiones de la UME sobre los países no comprendidos en ella bajo cinco epígrafes, relativos a: 1) los mercados de capitales y el ajuste de carteras; 2) el riesgo de cambio y los flujos comerciales; 3) el riesgo de cambio y el crecimiento; 4) el ajuste interior imperfecto, y 5) la influencia de Europa sobre la gestión monetaria mundial.

Con una moneda efectivamente común, el riesgo de cambio desaparecería dentro de Europa y, andando el tiempo, se desarrollaría, sin duda, un *mercado de capitales* paneuropeo dotado de «amplitud, profundidad y flexibilidad», según palabras de Robert Roosa. Dada la importancia de Europa en la producción y el comercio mundiales, ese mercado de capitales atraería a agentes extranjeros, tanto prestatarios como prestamistas. Algunos activos que ahora se componen de valores denominados en dólares pasarían a estar formados por valores denominados en ecus, aunque parece muy probable que también el dólar siguiera siendo importante como moneda mundial.

Al estar denominada en ecus una proporción mavor de la cartera mundial de activos líquidos, los tipos de interés reales serían en Europa algo más bajos de lo que de otro modo hubieran sido (porque los activos líquidos denominados en ecus comportarían una prima de liquidez, como ahora los denominados en dólares), y el tipo de cambio del ecu frente a otras monedas se apreciaría también un poco más. Esos dos efectos, que parece difícil cuantificar, tendrían repercusiones opuestas sobre la competitividad de los productos europeos en los mercados mundiales. Pero influirían en la estructura de la ventaja competitiva europea inclinándola del lado de los bienes intensivos en capital, frente a los no intensivos en capital, que pueden ser sustituidos por otros equivalentes producidos en otros países. El papel de los centros financieros europeos podría verse algo reforzado, aunque conviene tener en cuenta que Londres y Luxemburgo son actualmente mercados importantes de valores denominados en dólares, y un desplazamiento parcial al ecu no habría necesariamente de fortalecerlos más, porque no cabe duda de que en el sector operarían también entidades con sede en Nueva York y en otros centros financieros del mundo.

La reducción de los costes de transacción y del riesgo de cambio dentro de Europa, equiparable a la supresión de aranceles dentro de una unión aduanera, tendrá efectos de creación de comercio entre los miembros de la Comunidad (9). Pero, por la misma razón, tendrá también algunos efectos de desviación de comercio. Al reducirse esos costes dentro de Europa, pero no frente al resto del mundo, algunas importaciones del resto del mundo

perderán competitividad frente a los productos europeos y, en esa medida, el resto del mundo verá descender su cuota en el mercado europeo. Sobre el grado de influencia de la variabilidad de los tipos de cambio en el comercio hay pocas estimaciones empíricas, y las que hay se presentan con reservas; pero no cabe duda de que esa influencia existe, y puede ser sustancial (10).

Esos efectos de desviación de comercio serían mayores si, como resultado de la unión monetaria, aumentara la variabilidad de los tipos de cambio del ecu con monedas exteriores tales como el dólar estadounidense o el yen japonés, aumento que hay razones teóricas para prever. Según el principio de Le Chatelier (11), el bloqueo de algunos conductos de salida de un sistema de fluidos sometido a presión acrecienta la corriente en los conductos que permanecen abiertos. Por analogía, en un sistema económico sujeto a perturbaciones de determinada magnitud, la inmovilidad de algunas variables (como sería la que resultase, por ejemplo, de la fijación de las paridades interiores dentro de Europa) se traduciría en un mayor movimiento de las variables que siguieran siendo móviles (como serían, por ejemplo, los precios interiores y el empleo, en mayor o menor medida, pero también los tipos de cambio con el exterior). Cabría esperar, según esto, un aumento de la variabilidad de los tipos de cambio exteriores, que lógicamente vendría a reforzar la desviación de comercio ya mencionada.

Pero la condición «sujeto a perturbaciones de determinada magnitud» es crucial. ¿Influyen los acuerdos cambiarios en el carácter y magnitud de las perturbaciones subyacentes a las que están expuestas las economías modernas? Los modelos formales de los economistas suponen que la respuesta a esa pregunta sea negativa. Pero quienes conocen los mercados por experiencia piensan que los mercados financieros (incluidos los mercados de divisas), aunque no independientes de los determinantes económicos, poseen una cierta vida propia, y en consecuencia pueden crear, y crean, perturbaciones que afectan a otros mercados financieros, y también al sector real de las economías modernas. Pasan por modas pasajeras y por fenómenos de contagio que pueden acrecentar la variabilidad de sus precios más allá de lo congruente con los determinantes económicos, y que, por tanto, pueden perturbar otras partes de la economía, donde sus repercusiones sobre el bienestar son mayores. Esta observación es lo que justifica la intervención de los poderes públicos en los mercados de divisas. En la medida en que esta argumentación sea correcta, la creación de la UME podría reducir la magnitud de las perturbaciones hasta el punto de compensar el efecto de Le Chatelier; en ese caso, la variabilidad global de los tipos de cambio exteriores podría no aumentar, e incluso podría disminuir. Claro está que esa variabilidad dependería también de la acción de los poderes públicos en los mercados de divisas, de la que hablaremos más adelante.

En las economías abiertas, la inversión en capacidad productiva de bienes y servicios sujetos a un alto grado de competencia internacional puede ser desalentada por la variabilidad de los tipos de cambio como fuente de incertidumbre en los precios, así como por los costes de transacción por conversión de moneda. En la medida en que la formación de la UME redujera tanto los costes de transacción como la incertidumbre de los precios, cabría esperar un aumento de la inversión total, que elevaría el producto y la renta futuros. El crecimiento de las importaciones que seguiría al aumento del producto y la renta europeos podría prevalecer sobre los efectos de desviación de comercio antes citados. Sobre la relación de la inversión con la incertidumbre cambiaria hay mucha evidencia anecdótica, pero poca evidencia empírica sistemática. Además, merece la pena señalar que, a raíz de la implantación del sistema general de tipos flotantes, en 1973, la relación inversión/PIB en los países industriales (de la OCDE) descendió entre dos y tres puntos porcentuales, de aproximadamente un 24 por 100 a finales de los años sesenta a un 22 por 100 en la segunda mitad de los setenta, y un 21 por 100 en los ochenta. Pero los años transcurridos desde 1973 han visto sucederse varias perturbaciones fuertes de los precios del petróleo, una elevación rápida y posterior caída de la tasa de inflación en los países de la OCDE y las dos recesiones industriales más graves acaecidas desde 1945, una en 1974-1975 y otra en 1981-1982. Han ocurrido, en fin, demasiadas cosas para poder deslindar con seguridad las influencias causales.

El ajuste a las perturbaciones dentro de Europa quizá sea dificultoso durante muchos años despues de instituida la UME, a causa de la flexibilidad incompleta de los precios y salarios, y de la movilidad imperfecta de la mano de obra, que existen en los países europeos. De hecho, es el resultado que más temen muchos de los oponentes de la UME, e incluso algunos de sus partidarios. Como ya hemos dicho, la unión monetaria postula un mecanismo de ajuste basado en la flexibilidad de los precios y salarios, y, en última instancia, en la movilidad de los factores dentro del ámbito geográfico correspondiente. (Un mecanismo de compensación alternativo al ajuste sería un sistema de sub-

venciones de unas regiones a otras; de ello hablaremos más adelante.)

La necesidad de ajuste no puede ser eliminada en una economía dinámica, que está sujeta a pautas variables de demanda y producción, y, en última instancia, impulsada por un proceso continuo de transformación tecnológica. Si el proceso de ajuste funciona mal, algunas regiones pasarán por largos períodos de recesión, mientras que otras conocerán épocas de auge. En general, el auge de una región será fruto de la demanda exterior de sus productos exportables, que, a la vez que incrementa la demanda regional de importaciones, hará subir los precios de los factores de producción locales, y de los bienes y servicios no exportables, que, por su misma naturaleza, están poco expuestos a la competencia. Al mismo tiempo, las regiones que vean declinar la demanda de sus exportaciones registrarán un descenso de sus ingresos y de sus importaciones, y una presión a la baja sobre los precios de los factores de producción locales, y de los bienes y servicios no exportables. El que los precios realmente desciendan en respuesta a esa presión dependerá de su flexibilidad; esto es, del grado de rigidez de los precios y salarios nominales, rigidez que es común en las economías modernas.

El efecto de todo ello sobre el resto del mundo depende de cómo reaccionen las autoridades económicas. Si las subidas de precios en las regiones en auge se interpretasen como «inflación» (como parece lógico si no se vieran compensadas por reducciones reales de los precios en las regiones relativamente deprimidas), las autoridades monetarias podrían endurecer su política, lo cual, a su vez, apreciaría el ecu frente a las monedas de los países no miembros de la unión. Una política monetaria más restrictiva y una moneda más fuerte debilitarían la demanda agregada, llevando a la Comunidad Europea a una situación global de estancamiento (que no impediría que unas cuantas regiones siguieran prosperando, aunque menos que antes de la respuesta política). Un ajuste interregional efectivo requeriría el libre funcionamiento del mecanismo de los precios, lo cual significa dejar subir los precios de los productos no exportables en las regiones en auge.

Si, por el contrario, las autoridades monetarias suavizan su política para ayudar a las regiones deprimidas, el conjunto de la Comunidad Europea experimentará un crecimiento impulsado por la demanda, en parte a través de una depreciación real del ecu, y un aumento de la inflación. En un caso como en el otro, esas respuestas a un ajuste regional imperfecto repercutirán en el resto del mundo.

El ajuste puede ser mitigado, o totalmente evitado, si las regiones en auge subvencionan a las regiones deprimidas. Sobre la base de la pretendida experiencia de Estados Unidos, se afirma a menudo que las transferencias fiscales interregionales amortiguan notablemente los desequilibrios regionales, de lo cual se deduce que la Comunidad Europea debería aumentar sustancialmente esa clase de transferencias en su avance hacia la unión monetaria (12). Es cierto, desde luego, que en Estados Unidos la parte federal del gasto público y de la recaudación fiscal es muy importante, superior en un 40 por 100, aproximadamente, a la recaudación fiscal agregada de las administraciones estatales y locales. También es cierto que cuando descienden los ingresos de una región desciende su contribución al erario federal (que se nutre fundamentalmente de las recaudaciones del impuesto sobre la renta), mientras que los gastos federales en la región no suelen disminuir, e incluso pueden aumentar a través de algunos programas limitados (13). En una región en auge, sucede lo contrario: la recaudación fiscal federal aumenta sin que generalmente aumente el gasto federal (a menos que la causa del auge sea precisamente un aumento autónomo de ese gasto). Esta respuesta refleja el papel de «estabilizador automático» de los sistemas tributarios modernos, vinculados a los ingresos de las empresas y de las personas físicas, y al empleo por la recaudación de impuestos sobre las nóminas.

Pero ese estabilizador automático existe en todo sistema fiscal moderno, incluso para el conjunto del país; no es privativo de los sistemas federales. Cuando la actividad económica decae, los ingresos fiscales disminuyen. A menos que el gasto público se reduzca deliberadamente en respuesta al descenso de los ingresos, el Presupuesto actúa como amortiguador automático del descenso de la actividad. Claro está que, en ese caso, el gobierno deberá endeudarse más para cubrir el aumento del déficit, adquiriendo una obligación contra la renta futura de todos sus ciudadanos. Para una región integrante de un país, esa obligación no recae sólo sobre sus residentes, sino que se reparte entre todos los residentes del país. Pero habría que creer en una forma fuerte de equivalencia ricardiana para pensar que esa diferencia sea decisiva para el efecto amortiguador del sector público sobre las rentas y el producto corrientes (14).

Aunque algunos estados de Estados Unidos son receptores netos de fondos federales y otros son contribuyentes netos a dichos fondos de forma continuada, y esos flujos netos se corresponden, hasta cierto punto, con diferencias de ingresos en-

tre las regiones, lo que interesa para el ajuste interregional es el componente cíclicamente sensible del gasto federal: ¿aumenta ese gasto (neto) de resultas del declive relativo de la actividad regional, y desciende en las regiones en auge? En realidad, las transferencias interregionales (contando a la vez impuestos y gastos) sensibles a las perturbaciones transitorias son muy bajas en Estados Unidos. Von Hagen las cifra en tan sólo un 0,1 por 100 de la fluctuación de la renta del estado (15). El efecto sustancial de amortiguación no se debe, en su mayor parte, a transferencias interregionales, sino más bien a la sensibilidad de los ingresos tributarios a la actividad económica, que se da en casi todas las económías modernas (16).

Un argumento a veces aducido por los europeos en favor de la unión monetaria es el de que dicha unión les daría una mayor voz en la política económica mundial (17). No está claro qué se quiere decir exactamente con eso. En la actualidad, son europeos cuatro de los miembros participantes en las cumbres del Grupo de los Siete, y cinco de un total de ocho si se cuenta al Presidente de la Comisión Europea. Los miembros de la Comunidad Europea suman un 28 por 100 del número de votos en el Fondo Monetario Internacional (FMI), frente a un 19 por 100 de Estados Unidos. Con la instauración de la unión económica y de una moneda única, habría razones sólidas para reducir el número de votos europeos en el FMI, conforme a los criterios tradicionalmente empleados por ese organismo. El reparto de votos en el FMI sólo se modifica cada muchísimos años, por lo que no cabe esperar cambios inmediatos; pero, andando el tiempo, los países eurocomunitarios serían candidatos preferentes a la reducción, a fin de incrementar el número de votos de Japón, los países recientemente industrializados y nuevos miembros, como podrían ser Suiza y los sucesores de la Unión Soviética, si desearan incorporarse al FMI.

El deseo de un mayor papel para Europa puede ser reflejo de la frustración de no poder determinar los acontecimientos económicos o sus resultados. Pero si ésa fuera la preocupación primordial, los europeos están abocados al desengaño cuando descubran que, precisamente porque en los mercados y las economías de hoy son muchos los actores que influyen en los acontecimientos, *ninguno de ellos* determina los resultados.

Ni que decir tiene que una política monetaria común de Europa ejercería una influencia poderosa sobre el tono monetario de la economía mundial, lo mismo que hoy la ejerce la política monetaria estadounidense. Esa influencia, que ya está presente, brota del tamaño de la economía europea y de la coherencia de su política, no de su «voz» en los foros de negociación. Además, cabe dentro de lo posible que dentro de una unión monetaria las autoridades europeas se preocuparan *menos* por sus relaciones con el resto del mundo y, en consecuencia, se mostraran más pasivas ante la gestión de los tipos de cambio exteriores de lo que hasta ahora se han mostrado.

Aquí entra en juego un tecnicismo importante. En un mundo de n países con n monedas, sólo hay n-1 paridades independientes y, por lo tanto, sólo puede haber n-1 políticas cambiarias independientes. O bien deberá haber una normativa unificada que obligue a todos (por ejemplo, tipos de cambios fijos), o bien un país, por lo menos, ha de ser pasivo en su política cambiaria. Estados Unidos viene siendo normalmente el país pasivo. postura que a veces ha sido calificada de «abandono benigno», y también, por los disconformes, de «abandono maligno». Con la UME, Europa podría inclinarse también a adoptar una postura pasiva. Ello podría animar a Estados Unidos a desplegar un mayor activismo en la gestión de los tipos de cambio, traspasando a Europa el papel de país enésimo; o ambos podrían ser pasivos, lo que implicaría la libre flotación del ecu frente al dólar estadounidense. En el primer caso, lo lógico sería que Estados Unidos quisiera adquirir tenencias oficiales importantes de activos denominados en ecus para su utilización en la gestión cambiaria, y ese proceso (continuado) presionaría a la baja sobre el dólar respecto al ecu, con las consecuencias para el comercio ya mencionadas.

También podría suceder lo contrario: que ambas entidades adoptasen un papel activo y coordinasen estrechamente sus actuaciones para evitar efectos contrapuestos. En principio, un único centro decisorio europeo debería significar que la cooperación monetaria y cambiaria entre Estados Unidos y Europa fuera más fácil de lo que es ahora. con doce miembros de la Comunidad Europea aplicando doce políticas monetarias distintas (condicionadas, claro está, por la pertenencia al SME). Pero el que llegue a serlo en la práctica depende de cómo se organice en sus detalles la formulación de la política monetaria europea, y en particular de que haya o no una persona con voz decisiva. Sin eso, la coordinación no será más fácil que ahora. La política monetaria de Estados Unidos la establece un órgano colegiado que no debe rendir cuentas de su actuación al jefe del gobierno estadounidense. Los planes de unión monetaria de Europa parecen apuntar en la misma dirección: decisiones de un órgano colegiado que actuaría con independencia de los gobiernos establecidos, y que, a diferencia de lo que sucede en Estados Unidos, controlaría la política cambiaria además de la monetaria. En esas condiciones, no se adivina una forma clara de coordinación constante y fluida, como no fuera que los dos órganos colegiados celebrasen sesiones conjuntas, e incluso adoptaran decisiones conjuntas.

Resumiendo: la unión monetaria europea puede ocasionar cambios sustantivos en muchos ámbitos, y algunos de esos cambios podrían ser muy importantes para el resto del mundo. Pero, en muchos casos, los cambios posibles apuntan en direcciones contrapuestas, de las que no se puede decir, con los datos que ahora tenemos, que ninguna de ellas sea decisiva. Esto nos lleva a la conclusión provisional formulada en la introducción: sobre las cuestiones fundamentales, no es de esperar que la instauración de una UME plena tenga grandes repercusiones en el resto del mundo.

REPERCUSIONES DE LA TRANSICION A LA UME

Desdichadamente, en lo que se refiere a la transición a la UME parece mucho más difícil llegar a esa conclusión favorable. Las cuestiones que se plantean son las mismas que en el caso de una UME ya establecida —aunque con diferente peso—, aparte de unas cuantas más. Vamos a hablar de la transición bajo cuatro epígrafes: los desplazamientos de carteras, tanto oficiales como privadas; el proceso de ajuste durante la transición; la necesidad de que las nuevas autoridades monetarias adquieran prestigio, y la dedicación de las autoridades europeas a los problemas europeos.

La primera cuestión de la transición es la que se refiere a los desplazamientos de las carteras internacionales de activos líquidos. En casi todos los países, esas carteras están formadas mayoritariamente por valores del propio país, y la parte de activos líquidos del exterior suele estar fundamentalmente denominada en dólares estadounidenses, con proporciones menores, pero importantes, en marcos alemanes, yenes japoneses, francos suizos, libras esterlinas y, crecientemente, en ecus. Si la UME avanza y parece llamada a prosperar, los tenedores querrán tener más activos denominados en ecus. Claro está que ese proceso será gradual, pero se acelerará a medida que se desarrolle el mercado de ecus; y con un mayor florecimiento de la moneda europea se llegaría a un «punto de vuelco», en el que los tenedores internacionales querrían transferir sus activos a ecus en gran escala. No es seguro, por supuesto, que haya de ocurrir tal cosa; el dólar sigue siendo un vehículo utilísimo a muchos efectos, y los mercados de dólares poseen la gran ventaja de ser amplios, firmes y muy líquidos. Pero si ocurre, habrá una fuerte presión a la baja sobre el dólar y una fuerte presión al alza sobre el ecu, con importantes consecuencias para la competitividad comercial, como descubrió Estados Unidos a raíz de la apreciación abrupta del dólar en 1982-1985. En suma, un desplazamiento masivo en la composición de las carteras internacionales, a menos que fuera contrarrestado por una acción pública de la misma escala, originaría una perturbación notable de las pautas del comercio mundial que duraría muchos años.

Hay otro aspecto de las carteras internacionales. Los bancos centrales tienen cuantiosas reservas de divisas, dólares en su mayor parte (un 63 por 100 al final de 1988), pero con aproximadamente una sexta parte en marcos alemanes y proporciones más pequeñas de yenes japoneses (un 7 por 100), francos suizos, libras esterlinas, francos franceses (un 6 por 100 sumados los tres últimos) y otras monedas (18). Al interiorizarse las transacciones intraeuropeas dentro de una única zona monetaria, la necesidad de reservas internacionales disminuiría mucho en los países europeos. Las transacciones intracomunitarias se llevarían a cabo con dinero «interior». Según un cálculo de la Comisión Europea, las reservas de divisas excedentarias de los países miembros de la Comunidad serían del orden de 200.000 millones de dólares (19). Si los países europeos trataran de deshacerse de esas reservas (dólares en su mayor parte), eso también presionaría al dólar a la baja respecto del ecu, con efectos similares a los ya mencionados. En parte por esa razón, y en parte porque las autoridades monetarias son siempre reacias a desprenderse de reservas, independientemente de su posible superfluidad, lo más probable es que esas divisas, lejos de ser cambiadas, pasen a formar parte permanente de la riqueza nacional de cada país, en tanto no se presente una emergencia que exija su utilización.

Un segundo problema de la transición es el que se refiere al *ajuste de las balanzas de pagos*. Es opinión generalizada que las paridades europeas están desalineadas a comienzos de la década de 1990; sin embargo, varios países miembros insisten en que no sería conveniente modificarlas, porque ello arrojaría dudas sobre la voluntad de los gobiernos de combatir la inflación. El problema se ha mitigado gracias al inesperado crecimiento del gasto público de Alemania para hacer frente a los compromisos contraídos con los cinco nuevos *län*-

der que antes constituían la República Democrática. La unificación de Alemania, al desencadenar un fuerte aumento del gasto, ha acrecentado la demanda alemana de productos de sus socios comerciales. El nivel del gasto puede seguir siendo alto durante varios años, pero su escalada, forzosamente, habrá de enfriarse cuando los alemanes quieran reducir su déficit presupuestario, y entonces se pondrán de manifiesto los desequilibrios que subyacen en el seno de la Comunidad.

Sin modificación de las paridades, pero con una conciencia pública de la necesidad y la posibilidad abierta de modificarlas, habrá que mantener una política monetaria restrictiva y contener la demanda en varios países europeos, con el resultado de un sesgo deflacionario en Europa y, por ende, en los mercados mundiales. Este conjunto de circunstancias será especialmente penoso para los países en vías de desarrollo, que soportan pesadas deudas y dependen en gran medida de los mercados europeos para sus exportaciones de productos básicos y manufacturas sencillas. La severidad monetaria general llevará a la apreciación de las monedas del SME frente al dólar y al yen, y con ello suavizará los efectos deflacionarios sobre los correspondientes países y algunos otros, pero no ayudará a aquellos exportadores de productos básicos cuyos ingresos de exportación dependen tanto del volumen de lo que venden como del precio que puedan obtener por ello, cosas ambas que, en esas circunstancias, se verían perjudicadas.

En tercer lugar, hay que señalar que, una vez que se haya creado el nuevo SEBC y se le haya transferido la autoridad en materia monetaria, ese organismo pretenderá sentar una reputación de políticas monetarias «sólidas», sobre todo frente a una población alemana escéptica, que verá con recelo el traspaso de la autoridad monetaria de su respetado Bundesbank a una institución de nuevo cuño y no probada. En consecuencia, el nuevo Eurofed se verá tentado a seguir una política monetaria más dura de lo necesario, y más dura que la que seguiría una autoridad monetaria de solvencia acreditada. La dureza de la política monetaria se podría quizá racionalizar con la idea de que las políticas fiscales de los estados miembros son demasiado «relajadas», aunque los gobiernos deban financiar sus déficit presupuestarios con recurso al mercado de capitales en lugar de al banco central nacional, que habrá perdido su facultad de crear dinero. Esta combinación asegurará un ecu «fuerte» en los mercados internacionales, con los consiguientes efectos negativos sobre la competitividad de las exportaciones europeas y sus correspondientes repercusiones sobre el resto del mundo.

Finalmente, la creación de una unión monetaria entre doce países soberanos es una tarea difícil para los responsables, que centrarán su atención en el arduo empeño. Las consecuencias de la formación de una unión monetaria, tanto previstas como imprevistas, ocuparán también a otros responsables políticos, a medida que vayan aflorando en distintos ámbitos. Por esas razones, la atención de la mayoría de los poderes públicos europeos dará un giro acusado hacia el interior, y serán pocas las energías que queden para atender a los problemas del resto del mundo, o incluso a los de la propia Europa con el resto del mundo. Fuera de Europa habrá quien lamente esa falta de atención, y habrá quien la celebre. Pero, tanto en un caso como en el otro, será uno de los efectos de la transición a una unión monetaria europea.

NOTAS

- (*) Título original: «International implications of a European Monetary Union». Traducción de M.ª Luisa Balseiro.
- (1) La Unión Belgo-Luxemburguesa data de 1922. Véase James E. MEADE, *The Belgium-Luxembourg Economic Union, 1921-1939*, Princeton Essays in International Finance, Princeton University, 1956.
- (2) Véase Joseph S. NYE, Jr., Pan-Africanism and East African integration, Cambridge, Harvard University Press, 1965.
- (3) Committee for the Study of Economic and Monetary Union (chaired by Commission President Jacques Delors), *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Bruselas, abril de 1989; y "Basic features of a european monetary order", conferencia pronunciada por KARL OTTO PÖHL bajo los auspicios de *Le Monde*, París, 16 de enero de 1990.
- (4) Baste un ejemplo concreto: en ambas declaraciones, se afirma que la nueva autoridad monetaria europea debería ser plenamente independiente de los gobiernos constituidos, y también que debería ser la responsable de la gestión del tipo de cambio, lógicamente con respecto a otros países. Pero en todos los demás países la gestión del tipo de cambio compete al gobierno, y dentro de él, normalmente, al ministro de finanzas. Sobre cómo se ha de coordinar la gestión del tipo de cambio entre los responsables monetarios independientes de la CE y los ministros de otros países no se dice nada.
- (5) La moneda única es el siguiente paso lógico tras el establecimiento de paridades fijas e irrevocables entre las monedas existentes, y de hecho sería necesaria para obtener todos los beneficios posibles de la unión monetaria, suprimiendo los costes de transacción por conversión de moneda. Merece la pena señalar que el establecimiento de una moneda única no excluye la posibilidad de mantener diferentes billetes de banco y monedas acuñadas con símbolos nacionales. Luxemburgo posee billetes de banco propios, al igual que Escocia dentro del Reino Unido. Un examen atento revela que en Estados Unidos hay realmente doce clases distintas de billetes de banco, cada una de ellas emitida por uno de los doce bancos de la Reserva Federal.

- (6) Las propuestas de Pöhl acerca de la independencia del banco central se me antojan inaceptablemente platónicas: se nombra a un grupo de sabios, hombres (o mujeres) investidos de amplísimos poderes de actuación, obligados a informar públicamente, pero sin otras condiciones de responsabilidad pública. Merece la pena observar que la «independencia» del Bundesbank es muchísimo menor: sus poderes emanan de un estatuto aprobado por mayoría parlamentaria, y que podría ser modificado por mayoría parlamentaria a instancias de cualquier gobierno constituido en Alemania. Claro está que ello desataría fuertes protestas públicas, a menos que el Bundesbank hubiera actuado indebidamente. De modo que quien realmente protege la independencia del Bundesbank es la opinión pública, basada en la reputación de la institución, no un marco de garantías formales. Lo mismo se puede decir de la Reserva Federal de Estados Unidos, aunque en ese caso la falta de un sistema parlamentario hace que modificar la legislación sea más difícil, en cuanto al procedimiento, que en Alemania.
- (7) Claro está que el banco central europeo obtendrá unos ingresos como emisor, que serán la diferencia entre la renta de sus activos con interés y sus gastos de explotación. Es de suponer que esos ingresos se transfieran a los gobiernos con arreglo a alguna fórmula, o se abonen a la Comisión Europea.
- (8) Sobre el mecanismo de ajuste interregional, hay abundantes estudios. Véase, por ejemplo, BARRY EICHENGREEN, «One Money for Europe? Lessons from the United States», *Economic Policy*, abril de 1990, págs. 118-187, y la bibliografía que ahí se cita; también, EICHENGREEN, «Is Europe an Optimal Currency Area?», National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, núm. 3579, enero de 1991, y JAMES C. INGRAM, *Regional payments mechanisms: The case of Puerto Rico*, Chapel Hill, University of North Carolina Press, 1962.
- (9) Los costes de transacción para las empresas por conversión de moneda dentro de Europa se han calculado en un 0,30-0,35 por 100 por término medio; sumando los costes internos de administración, el porcentaje podría situarse en un 0,5 por 100. Véase European Commission, European Economy: One Market. One Money, núm. 44, octubre de 1990, págs. 63-68.
- (10) Véase *One Market. One Money, op. cit.*, págs. 68-75. Véanse también M. A. AKHTAR y R. SPENCE HILTON, «Effects of Exchange rate uncertainty on German and US trade», Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Bulletin*, primavera de 1984, y PAUL DE GRAWE, «Exchange rate variability and the slowdown in the growth of international trade», Fondo Monetario Internacional, *Staff Papers*, marzo de 1988.
- (11) Véase PAUL A. SAMUELSON, Foundations of economic analysis, edición ampliada, Cambridge, Harvard University Press, 1983, pág. 36 y passim.
- (12) Véase, por ejemplo, Eichengreen (1990), op. cit.; en el Informe Delors, se menciona la necesidad de aumentar notablemente los «fondos estructurales» para coadyuvar a la corrección de los desequilibrios regionales.
- (13) En Estados Unidos, la financiación del subsidio de desempleo corre a cargo de cada uno de los estados. En caso necesario, el gobierno federal concede préstamos, que han de ser amortizados. En determinadas circunstancias, que exigen una legislación especial, el gobierno federal puede contribuir al pago de subsidios a los desempleados de larga duración.
- (14) En la forma extrema de equivalencia ricardiana, el ahorro privado aumentaría proporcionalmente a las obligaciones futuras de la deuda. Ese aumento del ahorro privado neutralizaría totalmente los efectos amortiguadores de todo déficit público sobre la demanda agregada del conjunto del país, pero sólo los reduciría en aquellas regiones deprimidas que no tuvieran

- que soportar la carga entera de la deuda incrementada de resultas del aumento del déficit presupuestario total. Sin embargo, el aumento del ahorro en otras regiones reduciría las exportaciones de estas regiones deprimidas, y en ese sentido haría empeorar su situación. Claro está que, si un auge regional en otra parte incrementase los ingresos fiscales federales, no tendría por qué haber aumento del déficit presupuestario global.
- (15) Véase JÜRGEN VON HAGEN, «Fiscal Arrangements in a Monetary Union: Evidence from the US», ponencia preparada para el Coloquio sobre la Política Fiscal y Tributaria y el Sistema Financiero en una Europa progresivamente integrada, celebrado en Lisboa en mayo de 1991.
- (16) EICHENGREEN (1990), op. cit., pasa por alto este importante extremo.
- (17) Véase, por ejemplo, PIERRE WERNER, en ARMAND CLESSE Y RAYMOND VERNON (comps.), *The European Community after 1992: A New role in World Politics?*, Baden-Baden, Nomos, 1991, pág. 412.
- (18) IMF, Annual Report on exchange arrangements and exchange restrictions, Washington, 1989.
- (19) One Market. One Money, op. cit., capítulo 7; en particular, pág. 178.