

DEL SME A LA UNION MONETARIA: EL PAPEL DE LA POLITICA MONETARIA

---

Analistas Financieros Internacionales  
(Grupo GESINCA-GESMOSA)  
Noviembre - 89

No cabe duda de que el origen de la idea de una unión monetaria para Europa reside en los logros alcanzados por la coordinación institucionalizada dentro del Sistema Monetario Europeo. La perspectiva de la unión monetaria supone, sin embargo, el paso de la coordinación a la integración y, por ello, un cambio cualitativo respecto a lo que ha sido hasta ahora la experiencia del SME.

Como señala el Informe sobre la unión económica y monetaria de la Comunidad Europea, elaborado por mandato del Consejo Europeo (1), el SME ha servido de punto de partida para una mejor coordinación de las políticas monetarias de los países integrantes y ha proporcionado una base para una supervisión multilateral dentro de la Comunidad. Sin embargo, el SME no ha desarrollado todavía "todas sus potencialidades", ya que no todos los países comunitarios se han integrado ni todos los que lo han hecho han fijado el mismo margen de fluctuación para sus tipos de cambio. Por otra parte, la insuficiente convergencia de las políticas fiscales ha hecho recaer sobre la política monetaria un peso que el Informe califica de "desproporcionado". Finalmente, no se ha consumado la segunda etapa del SME ni la constitución del Fondo Monetario Europeo, prevista por la resolución del Consejo Europeo en 1978.

El contexto en que se desenvuelve la perspectiva de la unión monetaria es el marcado por el Acta Unica Europea, que supuso en diciembre de 1985 la primera revisión significativa del Tratado de Roma. El Acta Unica Europea supuso la materialización de la propuesta de la Comisión de que al final de 1992 se cumpliera el objetivo de crear un mercado sin fronteras internas, tras la eliminación de las barreras de carácter físico, técnico y fiscal. Se trataba de un paso importante en el camino de la integración, que se contemplaba ahora bajo una estrategia diferente. Como mostraban los cuatro cambios incluidos: en primer lugar, se simplificaron enormemente los requisitos para la armonización de las legislaciones nacionales, al adoptar el reconocimiento mutuo de las regulaciones nacionales; en segundo lugar, se amplió el ámbito de aplicación del voto por mayoría cualificada, lo que permitía un sistema más ágil y rápido en la toma de decisiones en el seno de la Comunidad; en tercer lugar, se concedía al Parlamento Europeo un papel más destacado en el proceso legislativo; finalmente, se reafirmaba la necesidad de consolidar la cohesión económica y social de la Comunidad, así como su capacidad monetaria en aras de la unión monetaria y económica.

La unión monetaria ha sido siempre vista por la Comunidad como un proceso íntimamente ligado, en tiempos y en intensidad, a la unión económica. Esta se caracteriza por cuatro notas básicas: primero, la constitución de un mercado único de libre circulación de personas de bienes, servicios y capitales; segundo, una política de competencia y otras medidas destinadas a reforzar los mecanismos de mercado; tercero, políticas comunes de tipo estructural y de desarrollo regional; y cuarto, coordinación de las políticas macroeconómicas, con inclusión de normas obligatorias en lo que respecta a las políticas presupuestarias de cada país.

La Unión monetaria, tal y como es definida por el Informe del Comité, supone el cumplimiento de tres condiciones: la garantía de una completa e irreversible convertibilidad de las monedas del área -lo que ya se cumple en la actualidad-; la completa liberalización de las operaciones de capital y la plena integración de la actividad bancaria del resto de los mercados financieros -la perspectiva del final de 1992 del Acta Única Europea-; y la supresión de los márgenes de fluctuación de la disciplina cambiaria del SME para su sustitución por la fijación irrevocable de las paridades de los tipos de cambio. Si la coordinación y supervisión conjunta de las políticas monetarias ha sido la base del área de estabilidad cambiaria del SME, es claro que con un sistema de tipos de cambio fijos es imprescindible no ya una coordinación, sino una política monetaria común, así como un incremento cualitativo del grado de coordinación del resto de las políticas macroeconómicas, especialmente vía reglas fijas para las políticas presupuestarias.

Por ello, la idea de la unión monetaria está necesariamente ligada a la creación de un banco central europeo. El Informe lo denomina el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y le otorga total autonomía. Su objetivo central sería el logro de la estabilidad de precios -respaldando la política económica general fijada por la Comunidad- y se responsabilizaría de la elaboración y aplicación de la política monetaria, tanto en su vertiente interior (la Comunidad), como exterior (el tipo de cambio de la Comunidad), el funcionamiento correcto de un sistema de pagos (un mercado interbancario europeo), así como la supervisión bancaria. El SEBC intervendría por cuenta propia en los mercados monetarios y cambiarios con el fin de regular la liquidez. Si bien se ajustaría a la prohibición de no conceder préstamos a las autoridades del sector público, podría comprar y vender activos públicos en el mercado en operaciones que facilitarían la instrumentación de la política monetaria.

Esta instrumentación de la política monetaria por el SEBC ha de venir acompañada, en el esquema de unión monetaria que comentamos, por un muy elevado grado de coordinación en las políticas presupuestarias comunitarias que estarían sujetas a

normas tales como límites máximos efectivos aplicables a los déficits presupuestarios de los distintos países miembros, la prohibición del recurso al banco central y la limitación del endeudamiento en monedas no comunitarias y a procedimientos obligatorios, como la definición global a medio plazo de la política fiscal. La contradicción entre el carácter común de la política monetaria y el carácter coordinado de las políticas presupuestarias (2) de esta unión monetaria obliga al establecimiento de los procedimientos de consulta adecuados que permitan una efectiva coordinación entre las políticas presupuestarias y la política monetaria (3), indispensable en toda política antiinflacionista.

La elección de un sistema de paridades fijas, y la consiguiente necesidad de una política monetaria común, en un contexto de políticas económicas diversas aunque coordinadas, hace que la consecución de la unión monetaria pase por un proceso previo de integración económica y de intensificación de la coordinación actual entre políticas. El enfoque adoptado por el Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria descansa en tres etapas, cuya fecha de comienzo "no deberá ser posterior al 1 de julio". Estas etapas suponen un largo proceso de integración económica y de coordinación y supervisión crecientes de políticas económicas y un cambio cualitativo frente a la tradición europea de coordinación, la tradición del SME.

#### La crisis de la política monetaria tradicional

La idea de unión monetaria supone un cambio muy importante en la forma actual de hacer política económica en Europa. Hemos visto que la unión monetaria exige, en su etapa final, una política monetaria común, con un banco central europeo y tipos de cambio fijos, y unas políticas presupuestarias con algunas reglas preestablecidas y muy coordinadas. La experiencia del SME es un ejemplo de coordinación institucionalizada pero no de unión monetaria: en el Sistema han coexistido y coexisten importantes trabas a la libre circulación de capitales. En el Sistema pueden tener lugar ajustes en aras de la estabilidad cambiaria que contemplen el establecimiento de trabas a los movimientos de capitales, pero este tipo de ajustes ya no serán posible en un régimen de unión monetaria, como el que se deriva del marcado por el horizonte del Acta Unica. No entraremos aquí en la necesaria integración económica que pueda hacer creible un régimen de tipos de cambio bilaterales completamente fijos para Europa. Nos centraremos únicamente en los problemas mostrados por las políticas monetarias en la década de los 80, para llevar a cabo alguna reflexión sobre el objetivo de estabilidad cambiaria y su transformación en el horizonte de la unión monetaria europea.

Como es conocido, las políticas monetarias no han gozado en los últimos años, en general, ni del grado de eficacia en la transmisión, ni de la claridad en la fijación de objetivos

intermedios del pasado. Los problemas de instrumentación y de diseño han sido crecientes en los últimos años y a ellos se ha unido la cuestión cambiaria. El mayor grado de integración de las economías internacionales en su vertiente real y la creciente importancia de las balanzas de capitales en la determinación de los tipos de cambio, han hecho de éstos un canal más en la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía. Ello ha hecho que el objetivo de estabilidad cambiaria surja de forma natural en muchas de las políticas monetarias y de una forma institucionalizada en el área del SME.

Mientras las políticas monetarias debían organizar y diseñar la instrumentación y objetivos de sus vertientes exteriores, las interiores no estaban exentas de problemas. Así, la inestabilidad mostrada por la demanda de los agregados monetarios considerados como objetivos intermedios en la lucha contra la inflación, así como de los multiplicadores entre las variables operativas -la liquidez de base o los activos de caja bancarios- y las variables intermedias, provocaron una crisis en las políticas monetarias estructuradas en dos escalones, ya que los agregados monetarios perdían capacidad como indicadores adelantados del gasto nominal (4).

Por el lado, de los instrumentos no faltaban tampoco problemas. La desregulación financiera y la innovación han venido debilitando la capacidad de la política monetaria de influir en la economía real. La ruptura del proceso de racionamiento del crédito, que había sido en el pasado el canal básico de la transmisión de la restricción monetaria a los sectores reales (sobre todo a aquéllos más dependientes del crédito bancario). La supresión de límites legales a la remuneración de los pasivos bancarios y la apertura de los mercados de capitales al exterior, tras la caída de los controles cambiarios en distinta medida en cada país, han hecho de los tipos de interés y de los tipos de cambio los canales de transmisión a los que ahora debe acostumbrarse la política monetaria. Se trata de canales mucho más complejos que, en ocasiones, provocan efectos contradictorios sobre la economía.

Si bien las economías son ahora mucho más sensibles a los tipos de interés que en el pasado (5), de ello no cabe deducir que sea más eficaz que antes sobre la economía un movimiento en los tipos de interés. Los cambios en los tipos de interés se transmiten ahora mucho más rápidamente, ya que la innovación financiera ha aumentado el grado de sustituibilidad entre los diferentes activos financieros. Por otra parte, es mayor la proporción de activos y pasivos financieros del público ligados a la remuneración o al coste marcados por los tipos de interés de los mercados monetarios. Aunque la sensibilidad es mayor, ello no permite esperar una mayor capacidad de reacción de los agentes económicos en sus decisiones de gasto ya que las alteraciones en los tipos de interés aunque sufridas por éstos de forma inmediata pueden ser consideradas como transitorias. De hecho, las

políticas monetarias parecen encontrarse ahora ante la necesidad de provocar cambios en los tipos de interés mucho más intensos que en el pasado para provocar las mismas reacciones en la economía. Los tipos de interés han de ascender más que en el pasado, por ejemplo, para conseguir un cierto grado de restricción en la demanda privada.

Mientras la eficacia de los tipos de interés parece haberse reducido, la importancia de los tipos de cambio como canal de transmisión de la política monetaria ha sido creciente, aunque no pueden separarse con facilidad los efectos de éstos de los de aquéllos. Lo que sí parece cierto es que con la globalización e interconexión de las economías el sector exterior se ha convertido en muchos países en uno de los principales canalizadores de la política monetaria. Al desarrollarse la innovación y la internacionalización de los mercados se ha producido una creciente sustituibilidad entre los activos domésticos y los exteriores de cada país: ha aumentado la movilidad de los capitales haciendo de la balanza de capitales un elemento fundamental de ajuste de la balanza de pagos, un elemento previo al ajuste "real" de los desequilibrios corrientes. Los movimientos de capital se convierten así en uno de los factores básicos de determinación del tipo de cambio (6).

Sin embargo, la importancia del tipo de cambio no ha facilitado la acción de la política monetaria ya que en multitud de ocasiones sus efectos han sido contrarios a los deseados. Esto es dramático en presencia de fuertes desequilibrios en la balanza corriente. Así, por ejemplo, si la política monetaria pretende depreciar la divisa propia para corregir un déficit por cuenta corriente, dadas unas favorables elasticidades de exportaciones e importaciones al tipo de cambio, las autoridades del país deben enfrentarse a otros efectos paralelos de la depreciación. Esta puede provocar mayor inflación interior si las importaciones no se reducen rápidamente, puede ahuyentar capitales exteriores a corto o a largo plazo que financien el déficit corriente indeseado. Además, si para provocar la depreciación las autoridades han tenido que reducir significativamente sus tipos de interés interiores ambos "efectos secundarios" pueden superar el objetivo inicial, anulando la corrección del déficit corriente con un mayor dinamismo en la demanda interna.

La complejidad de la manera en que el tipo de cambio influye en la economía ha hecho que las políticas monetarias adopten objetivos de estabilidad cambiaria y no hayan pretendido actuar de forma beligerante sobre el tipo de cambio, salvo en muy contadas ocasiones (7). Sin duda, este planteamiento de estabilidad cambiaria -cuyo principal exponente institucionalizado es el propio SME -ha influido en el comportamiento del conjunto de la política monetaria. Téngase en cuenta que los problemas que hemos repasado aquí inciden sobre los mercados generando incertidumbre, lo que incrementa la volatilidad de los tipos de interés y por tanto hace más

relevante el riesgo de interés y provocando una cierta pérdida de credibilidad de las políticas monetarias (8).

En el Sistema Monetario Europeo el objetivo de estabilidad cambiaria de cada política monetaria en cada país miembro ha sido complementario del objetivo principal, el antiinflacionista. La forma en que se han hecho compatibles en muchas ocasiones los objetivos internos con la permanencia en las bandas de fluctuación de una divisa han pasado por las restricciones a la libre circulación de capitales o el propio reajuste de paridades (9). El horizonte de la unión monetaria es un salto cualitativo frente al SME. Al sustituir la coordinación entre políticas monetarias por una única política monetaria en la Europa unida obliga a algo que de una forma larvada se encuentra ya en la experiencia del SME: con tipos de cambio fijos la corrección de los desequilibrios dentro de la Comunidad no podrá ser llevada a cabo por la política monetaria -como no puede corregir la Fed desequilibrios en la balanza de pagos de cada estado norteamericano-, sino que su responsabilidad habrá de recaer sobre otras políticas económicas; con tipos de cambio quasi-fijos y ajustables las políticas monetarias se encuentran limitadas por el objetivo de estabilidad, pero pueden enfrentarse con objetivos internos alterando las barreras a la libre circulación de capitales o provocando reajustes en las paridades, pero lo hacen de forma más eficaz si su acción se ve acompañada por la acción coordinada con otras políticas económicas y con las políticas monetarias de los demás países del área.

NOTAS

- (1) Se trata del Informe elaborado por el Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria, encargado por el Consejo Europeo para "estudiar y proponer etapas concretas que conduzcan a la unión económica y monetaria". El Comité estaba formado por los gobernadores de los bancos centrales europeos y tres personalidades (Niels Thygesen, Alexandre Lamfalussy y Miguel Boyer). Actuaron como ponentes Gunter D. Baer y Tommaso Padoa-Schioppa. El Informe fue estudiado en la reunión del Consejo Europeo de Madrid, en junio de 1989.
- (2) Sobre la cuestión de la coordinación entre políticas económicas a nivel internacional; puede consultarse J. Maycas, "La coordinación internacional de las políticas económicas", Boletín Económico del Banco de España, febrero, 1988; o bien L. Ravina, "La coordinación de las políticas macroeconómicas; algunas observaciones", Información Comercial Española, mayo, 1989.
- (3) El Informe sobre la unión económica y monetaria de la Comunidad Europea contempla la posibilidad de que el presidente del Consejo de Ministros y el presidente de la Comisión participen, sin poder de voto, en las reuniones del consejo del SEBC, y de que el presidente del consejo del SEBC asista a las comisiones del Consejo de Ministros cuando se trate de asuntos relacionados con la política monetaria.
- (4) Sobre los problemas de diseño puede consultarse S.Thornton, "Solving the 1980's velocity Puzzle: a Progress Report", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, agosto-septiembre, 1987, o bien, más directamente relacionado con las reglas monetarias, Bank of England, "Financial Change and Broad Money", Quarterly Bulletin, diciembre, 1986 y R.C. Bryant, "Money and Monetary Policy", The Brookings Review, primavera, 1983.
- (5) Véase M.A. Akhtar y E.S. Harris, "Monetary Policy influence on the Economy and Empirical Analysis", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, invierno, 1987 y G.A. Kahn y K. Jacobson, "Lessons from West German Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, abril, 1989.
- (6) Véase J. Wenninger y T. Klitgaard, "Exploring the effects of capital movements on M1 and the Economy", Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, verano, 1987 y L.J. Radecky y V. Reinhart, "The Globalization of

Financial Markets and the Effectiveness of Monetary Policy Instruments", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, otoño, 1988.

- (7) Véanse M.T. Belongia y W. Hemann, "Can a Central Bank Influence its Currency's Real Value? The Swiss Case", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, enero-febrero, 1989; I. Ezquiaga, "Política Cambiaria, Balanza de Pagos y tipos de interés", Boletín Económico de información Comercial Española, 29 de mayo - 4 de junio, 1989; y J. Hungm, Ch. Pigott y A. Rodrigues, "Financial Implications of the U.S. External Deficit", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, primavera, 1989.
- (8) Véase I. Ezquiaga y J.A. Trujillo, "Política Monetaria, riesgo e incertidumbre", Economistas núm. 35, 1989.
- (9) En todo caso el establecimiento de objetivos internos bajo esquemas de estabilidad cambiaria ha de pasar por el problema de la esterilización de los aumentos de las reservas centrales de divisa (que expansionan la liquidez del mercado monetario) por medio de intervenciones en los mercados monetarios. El caso español, con los drenajes de letras del Tesoro vendidas por el Banco de España y sobre todo, con el coeficiente de caja, es paradigmático de estos problemas. Véase R.J. Herring y R.C. Marston, "Sterilization policy: the trade-off between Monetary Autonomy and Control Over Foreign Exchange Reserves", European Economic Review, núm. 10, 1977, y M. Obstfeld, "Exchange Rates, Inflation and the Sterilization Problem", European Economic Review, núm. 21, 1983.