

LAS CRITICAS DE FELDSTEIN A LA UNION MONETARIA DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LOS PAISES PERIFERICOS

José Luis Malo de Molina

La incertidumbre generada por el resultado negativo del referéndum danés sobre el Tratado de Maastricht ha dado la oportunidad al profesor Martin Feldstein para lanzar una crítica muy severa a todo el proceso de Unión Monetaria en Europa. La crítica se apoya en dos argumentos principales: 1) La plena integración económica no requiere la existencia de una moneda única, 2) La moneda única supone cargas económicas que sólo pueden ser asumidas cuando existe una voluntad de unión política suficientemente respaldada por la opinión de los electores. De esta forma, la Unión Monetaria puede tener costes en el terreno económico, en términos de reducción del comercio, aumento de la variabilidad de la producción y del desempleo e incluso generar tensiones inflacionistas. Para Feldstein estos costes, que serían especialmente elevados en los países periféricos de la Comunidad, sólo parecen asumibles si el proyecto de crear en la Comunidad un sólo Estado fuese deseable y realista, cuestión que desde luego no está en el horizonte político previsible.

El artículo del Profesor Feldstein, que tiene la virtualidad de agrupar de forma sistemática y fácilmente comprensible la mayoría de las objeciones que han aducido los detractores de la Unión Monetaria, ha recibido numerosas réplicas en defensa de los argumentos generales favorables a la Unión Monetaria recogidos, en su día, en el Informe Delors y en el trabajo de la Comisión Europea titulado "One market, one money".

El propósito de estas líneas no es reiterar esos argumentos generales sino discutir el enfoque de Feldstein desde el punto de vista de las economías periféricas de la Comunidad, que carecen de una tradición suficiente de estabilidad y que, a la vez, sufren un desfase considerable en los niveles de desarrollo económico y bienestar.

Para ello trataré de exponer la posición inicial en que se encuentran los países periféricos de la Comunidad frente al proyecto de integración económica y monetaria europea para valorar después la validez, en las circunstancias concretas de estas economías, de algunos de los argumentos de Feldstein, para quien la pérdida del tipo de cambio como instrumento de ajuste de la competitividad y la pérdida de soberanía monetaria para adaptarse a las condiciones cíclicas o a las perturbaciones específicas de cada país tienen el riesgo de consolidar tendencias recesivas en los países con menor grado de desarrollo.

1. La Posición de partida de los países periféricos frente al proceso de Unión Monetaria.

Para los países periféricos de la Comunidad, la reforma del Tratado acordada en Maastricht representa, en principio, la posibilidad de aprovechar plenamente los beneficios derivados de la implantación del mercado único. Las ventajas comparativas de los países periféricos residen en su mayor potencial de desarrollo, que recibirá el impulso adicional derivado de una fuerte expansión de los mercados. El impacto de este fenómeno sobre estas economías será, en general, más acentuado que en el resto de la Comunidad, dada su mayor tradición de aislamiento. Los países periféricos de la Comunidad se beneficiarán también, en principio, de la afluencia de ahorro exterior sin las restricciones que históricamente se han derivado de la desconfianza en su

estabilidad financiera; de su acceso fluido a la tecnología de los países más avanzados; de los estímulos derivados de la mayor estabilidad de precios; y de las ganancias de eficiencia que se producirán como resultado del aumento de la competencia.

Sin embargo, el establecimiento del mercado único y la unión monetaria llevan aparejados también serios riesgos para estos países. Si no son capaces de acometer el esfuerzo de modernización y convergencia necesario, los recursos pueden tender a concentrarse en los países centrales de la Comunidad, con el consiguiente peligro de que se perpetúen las diferencias de bienestar que existen en la actualidad.

La libre circulación de bienes, servicios, personas y capitales inducirá una profunda reasignación de los recursos en la Comunidad. Estos se movilizarán rápidamente, en busca de la localización más productiva. En particular, se pondrá en marcha -se ha puesto ya- un proceso de redistribución espacial del capital y de redefinición de las especializaciones productivas de cada área, en respuesta a las nuevas relaciones de coste beneficio que se configurarán con la desaparición de las barreras fronterizas y la supresión de numerosas regulaciones que reservaban parcelas más o menos importantes del mercado potencial a grupos reducidos de productores.

En este proceso de búsqueda del uso más rentable del factor capital, los países periféricos de la Comunidad -tradicionalmente poco dotados de este recurso- tienen mucho que ganar. Pero los capitales buscarán usos más rentables en las economías periféricas, frente a la alternativa de inversiones más seguras en el centro, sólo si aquéllas son capaces de garantizar una estabilidad adecuada y una flexibilidad suficiente.

Las economías menos avanzadas afrontan este reto desde una situación inicial de cierta debilidad, a pesar de los progresos que la mayoría de ellas han hecho en la mejora de la estabilidad económica y en la reducción de las diferencias en los niveles de bienestar tras un período de crecimiento económico rápido, basado, sobre todo, en el dinamismo de la inversión.

Este grupo de economías comunitarias sigue mostrando tasas de inflación más elevadas que los países del centro de Europa y se encuentran con dificultades significativas en el terreno de las finanzas públicas, como resultado de unas bases de recaudación tributaria relativamente débiles, de arraigadas tendencias expansivas en el gasto público y de algunas distorsiones en la configuración del sistema fiscal y en la estructura del gasto. Todos estos factores confluyen en déficit públicos elevados y en una presión excesiva de las Administraciones Públicas por la captación del ahorro disponible, que, en general, resulta muy escaso en relación con sus necesidades de inversión.

Los desequilibrios inflacionistas y presupuestarios y los problemas de competitividad que tienen los países menos avanzados de la Comunidad son, ante todo, el reflejo de algunas deficiencias de su estructura económica, de rigideces en el funcionamiento de sus mercados e instituciones y de hábitos de comportamiento económico poco competitivo de sus agentes que pueden obstaculizar la convergencia hacia la estabilidad necesaria y, a la vez, impedir el adecuado aprovechamiento de sus ventajas comparativas.

Una parcela en la que la falta de flexibilidad de las economías periféricas se manifiesta con singular gravedad es el mercado de trabajo, donde los hábitos de indiciación en la formación de salarios se encuentran muy arraigados. Este fenómeno puede considerarse, en parte, como una secuela de la propia pervivencia de tensiones inflacionistas, que mantiene cristalizadas unas expectativas alcistas que no se adaptan a la perspectiva de convergencia nominal con los países más estables. Pero, sobre todo, refleja la existencia de distorsiones estructurales en el funcionamiento de los mercados de trabajo que hacen posible la coexistencia de altos niveles de paro con escasez de mano de obra en los sectores más dinámicos y una tendencia al aumento nominal de los salarios poco sensible a las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica o a la coyuntura del mercado de trabajo.

2. La complementariedad entre la integración económica y la monetaria.

En las condiciones actuales, los países periféricos de la Comunidad no pueden afrontar sin graves riesgos el proceso de Unión Monetaria. En este sentido, sería explicable el argumento de Feldstein según el cual no se dan los requisitos de las zonas óptimas de integración monetaria, al menos en lo que se refiere a este grupo de países. Sin embargo, lo que falta en el argumento de Feldstein es hacer explícito que los mismos factores que obstaculizan o desaconsejan su participación en la Unión Monetaria en las condiciones actuales, son factores que implican graves costes para su mera integración en un mercado más amplio y competitivo. O dicho de otra forma que los costes económicos que puede representar la Unión Monetaria son, cuando menos, similares a los derivados del mercado único y que los esfuerzos de convergencia hacia la estabilidad requeridos para acceder a la Unión Monetaria son en todo caso también necesarios para poder afrontar la competencia del mercado único.

Probablemente, Feldstein tienen razón cuando afirma que el desarrollo de un mercado libre e integrado no requiere necesariamente la existencia de una sola moneda, pero lleva demasiado lejos este argumento al no reconocer las indudables ventajas que la estabilidad cambiaria proporciona la integración económica y al exagerar los casos en los que la fijeza del tipo de cambio puede ser un obstáculo para los flujos comerciales. En este sentido, resulta curioso observar, por lo contradictorio que puede resultar con un enfoque liberal, la defensa que hace Feldstein del tipo de cambio como un instrumento potencial de defensa del patrón de especialización productiva de un país.

Las tesis de los partidarios de la Unión Monetaria no se sitúan en el terreno de la imposibilidad del desarrollo del mercado único sin la Unión Monetaria sino en la existencia de una complementariedad entre ambas vertientes de la integración económica y monetaria que tiende a reducir los costes e incrementar los beneficios asociados a dicho proceso.

Resulta evidente que la participación de las economías periféricas de la Comunidad en la Unión Monetaria y la obtención, por su parte, de los beneficios potenciales del mercado único requiere resolver problemas profundos, para lo cual hacen falta medidas que desbordan el limitado marco de las políticas de estabilización orientadas a satisfacer los requisitos formales de convergencia nominal.

Lo que no es aceptable de la presentación de Feldstein es la insistencia en los costes potenciales de la incorporación a una unión monetaria, que sin duda pueden ser más relevantes para los países con desequilibrios más persistentes, y el silenciamiento de los costes potenciales de la participación en un mercado integrado con economías más potentes y productivas, especialmente si no se cumplen los requisitos de estabilidad, que son los mismos que facilitarían el acceso a la Unión Monetaria.

3. El margen de soberanía monetaria y cambiaria de los países periféricos.

Ahora bien, para valorar el aspecto crucial de la argumentación de Feldstein es preciso determinar lo que ganan y lo que pierden estos países con su renuncia al tipo de cambio y al manejo de los tipos de interés de cara a los riesgos y beneficios potenciales del mercado único. Para Feldstein no hay duda de que los costes son superiores a los beneficios, de forma que sólo razones políticas pueden aconsejar un paso en tal dirección. En el artículo en cuestión sostiene que desde un punto de vista económico (analítico?) es preferible la simple participación en un mercado integrado y la conservación de una moneda nacional que permita modificar el tipo de cambio y manejar los tipos de interés de acuerdo a los requerimientos domésticos.

Los países periféricos aspiran a beneficiarse del mercado único principalmente, como se ha dicho, a través de su capacidad para atraer capitales exteriores, lo que les permitirá aliviar la restricción exterior que en el pasado ha limitado con frecuencia sus posibilidades de crecimiento. Para este tipo de países reviste gran trascendencia la influencia que las variaciones del tipo de cambio pueden ejercer sobre los movimientos de capital, ya que pueden facilitar, o impedir como en el pasado, la afluencia de capitales exteriores suficientes para sostener su estrategia de modernización.

A este respecto puede decirse que Feldstein no presta suficiente atención al hecho de que en condiciones de libre circulación de capitales y tipos de cambio flotantes o semifijos, el mantenimiento de diversas monedas dentro de un área económica integrada, gestionadas en centros de decisión separados, constituye un factor perturbador que puede dar lugar a movimientos de capital claramente desestabilizadores e impedir la afluencia de flujos estables de capital hacia los países periféricos. Lo cual puede afectar negativamente a la capacidad de crecimiento de los países menos avanzados y, en definitiva, al desarrollo de los flujos de comercio en toda el área. En este punto hay que decir que la evidencia de una alta correlación entre los flujos de comercio y la inversión extranjera directa es muy concluyente en España y en otros países de la periferia.

Cuando existe una movilidad casi completa de los capitales, que en la práctica de los mercados europeos se aproxima mucho a lo que en los libros de texto se denomina movilidad perfecta, es muy difícil mantener, por lo tanto, la hipótesis fundamental de Feldstein según la cual la moneda única no favorece el desarrollo del mercado único, sino que por el contrario puede suponer mayores obstáculos al mismo. La movilidad de los capitales tiende a acentuar la variabilidad del tipo de cambio (en ausencia de compromisos firmes de coordinación de políticas y de una perspectiva de unión monetaria) y a aumentar el riesgo inherente a dichas variaciones y el coste de su cobertura. Cuestiones todas ellas que pueden afectar a los flujos del comercio y especialmente a los de inversión extranjera directa, sobre todo en aquellos países que carecen de una tradición de estabilidad y de una credibilidad anti-inflacionista propia suficiente. En estos países, en ausencia de una perspectiva clara de Unión Monetaria, el riesgo de tipo de cambio será elevado y ello dificultará una asignación de recursos favorable a la expansión del sector exportador y la atracción de los capitales exteriores.

La importancia creciente de los movimientos de capital cuestiona también la validez de otra hipótesis fundamental de Feldstein según la cual la renuncia al tipo de cambio y al manejo de los tipos de interés supone costes elevados. De hecho, la ausencia de restricciones a la movilidad de los capitales hace muy difícil el mantenimiento de políticas monetarias nacionales independientes, especialmente en los países periféricos. Para ejercer tal independencia en beneficio de políticas orientadas a la estabilidad, los países tendrían que incurrir en variaciones muy drásticas de los tipos de interés y de cambio, los cuales podrían tener efectos perjudiciales para la acumulación de capital y el mantenimiento de la rentabilidad del sector exportador. Las experiencias de la mayoría de los países periféricos de la Comunidad han demostrado que la estrategia menos costosa ha sido la de tratar de evitar las oscilaciones bruscas de tipos de interés y de cambio. Cuando estos países han alcanzado ciertas mejoras en la inflación, la mejor política monetaria ha sido la vinculación del tipo de cambio de su moneda con otra moneda fuerte, lo que supone, en definitiva, la aceptación de limitaciones similares a las que se derivan de la existencia de una moneda única, pero con más costes, ya que los países afectados por una tradición de mayor inflación tienen menos credibilidad y se ven abocados a soportar primas de riesgo más elevadas.

En esta misma línea de razonamiento, resulta especialmente inadecuada para los países periféricos la afirmación de Feldstein de que la disposición de una moneda independiente permite a un país modificar su tipo de cambio real, y por lo tanto su nivel de competitividad, sin cambiar el nivel de precios domésticos. Esta afirmación es especialmente incierta en economías con hábitos de indiciación muy arraigados, como es el caso de las economías europeas periféricas, ya que bajo esas circunstancias las depreciaciones del tipo de cambio se trasladan con rapidez a los precios domésticos anulando toda ganancia de precios relativos. A la

vez que el recurso periódico a los ajustes del tipo de cambio tiende a favorecer la pervivencia de los hábitos de indiciación y la escasa comprensión de los agentes económicos de que la competitividad depende fundamentalmente del comportamiento de los costes interiores.

La enorme dimensión que han alcanzado los flujos transfronterizos de capital y su potencial influencia perturbadora sobre los tipos de cambio han venido a poner en cuestión las propiedades aislantes que se suponía, especialmente por parte de las enfoques monetaristas, a los regímenes de tipo de cambio fluctuante y la existencia de márgenes suficientes de autonomía para las políticas monetarias orientadas a la consecución de objetivos domésticos. Estos hechos se han manifestado con fuerza en la evolución reciente de todas las economías de dimensión mediana o pequeña (especialmente en las europeas), y han fundamentado el movimiento progresivo hacia la estabilidad de los tipos de cambio y hacia la Unión Monetaria. Estos hechos, sin embargo no han sido tenidos suficientemente en consideración en la argumentación de Feldstein.

Frente al espejismo del mantenimiento de la autonomía de la política monetaria y cambiaria, la Unión Monetaria tiene para los países con cierta tradición inflacionista indudables beneficios en términos de estabilidad de precios y de estímulos para la adaptación de las conductas de los agentes y de las instituciones a los requerimientos de un mercado muy competitivo.

El artículo de Feldstein insiste en el riesgo que la Unión Monetaria supone para la estabilidad de los países más disciplinados, riesgos que en cierta medida son ciertos, pero en cambio parece menospreciar los efectos estabilizadores que dicho proceso está teniendo en los países con más problemas en este terreno. Se pueden citar los ejemplos de las economías que han completado con éxito el ajuste a una senda de estabilidad (entre los que se encuentran Francia, Irlanda, Bélgica y Dinamarca), pero también los casos de los países que en virtud de su aspiración a participar en la Unión Monetaria han adoptado programas muy ambiciosos de reformas estructurales profundas. Todo ello constituye evidencia de los efectos disciplinadores y de credibilidad que un proyecto de esta naturaleza genera.

También los acontecimientos que han seguido al resultado negativo del referéndum de Dinamarca suministran algún ejemplo en esta dirección. Feldstein señala, acertadamente, las complicaciones políticas que se han derivado de ello, pero no apunta la erosión de la estabilidad financiera que ha seguido a la incertidumbre generada sobre el calendario y la propia viabilidad del proyecto. Dicha inestabilidad refleja la pérdida de parte de la confianza y de la credibilidad que se desprendían del proyecto, y de las que se beneficiaban, sobre todo, las economías con mayores desequilibrios. Después del referéndum danés, los mercados se han hecho más sensibles a las condiciones macroeconómicas de cada país y a sus posibilidades de convergencia, y en algunos casos parecen mostrar mayores dudas sobre la voluntad y la capacidad de las autoridades para seguir una política de disciplina anti-inflacionista en ausencia de certidumbre sobre el proyecto de Unión Monetaria. Lo cual constituye una muestra adicional de los beneficios potencialmente estabilizadores de dicho proyecto.

En definitiva, para los países con sesgos de inestabilidad, la renuncia a la soberanía nacional en política monetaria significa, básicamente, la renuncia a mantener tasas de inflación más elevadas y a la debilidad crónica del tipo de cambio que han experimentado secularmente. Si bien es cierto que el tipo de cambio puede ser un instrumento de ajuste adecuado ante impactos negativos específicos sobre un país, también lo es que éstos son y tienden a ser cada vez menos probables a medida que las estructuras económicas de los países comunitarios van siendo cada vez más homogéneas. La renuncia al uso de este instrumento en las pocas ocasiones futuras en que pueda ser aconsejable su utilización se ve compensada ampliamente por la ventaja que supone eliminar la tentación de utilizarlo inadecuadamente, para obtener un alivio efímero de problemas que, por lo general, suelen exigir un ajuste de otra naturaleza.

El artículo de Feldstein, aunque pretende situarse en un plano analítico, está jalonado de apreciaciones y valoraciones políticas. Entre ellas se incluye la afirmación de que la historia enseña que ninguna gran nación puede ser forzada a aceptar obligaciones mediante tratados internacionales que sean considerados contrarios a sus propios intereses. De las reflexiones incluidas en esta nota se deriva que por lo que se refiere a los países periféricos de la Comunidad, el Tratado de Maastricht no puede considerarse contrario a sus intereses, sino que por el contrario les brinda una oportunidad excepcional de acelerar su aproximación a los niveles de desarrollo y bienestar del centro de Europa.