

LAS POLITICAS ECONOMICAS EN EL PROCESO DE FORMACION DEL MERCADO UNICO

La creación del mercado único necesita el acompañamiento de una serie de líneas de política económica, y necesita además unas políticas macroeconómicas crecientemente coordinadas. Esta coordinación creciente será especialmente importante como consecuencia de los efectos que va a tener la creación de un espacio financiero único, basado en la libertad plena de movimientos de capitales. Este es el tema central del presente artículo de **Luis Angel Rojo**. El autor centra su exposición en tres temas: en primer lugar, el de la incertidumbre que ha venido rodeando a la elaboración e instrumentación de las políticas monetarias en numerosos países, entre ellos España; en segundo lugar, el del efecto que la libertad de movimientos de capitales va a tener sobre las políticas monetarias de los países comunitarios, y en tercer lugar, el de la necesidad de una creciente colaboración en el ámbito de las políticas económicas y, especialmente, en el de las políticas monetarias.

El trabajo procede de la intervención del autor en el curso sobre «Europa como destino de la economía española: exigencias fiscales y financieras», celebrado en El Escorial en julio de 1989. El texto ha sido revisado para su publicación, pero conserva, en su mayor parte, la forma oral en que fue concebido.

1.

El Tratado de Roma no preveía, inicialmente, una cooperación intensa entre los países de la Comunidad por lo que se refiere a las áreas monetaria y financiera y, sin embargo, el Sistema Monetario Europeo (en adelante, SME) ha sido, desde su creación y entrada en funcionamiento en 1979 y hasta muy avanzada la década actual, el único eje activo de cooperación creciente entre los países comunitarios. Y cuando, a media-

dos de la década de los años ochenta, el proyecto integrador ha recibido nuevos impulsos expresados en el Acta Unica Europea y concretados en el programa de construcción de un mercado único interior entre los países comunitarios, la Unión Monetaria se ha convertido en el objetivo último de un proceso de cooperación creciente que es necesario no sólo para consolidar el mercado único sino para evitar que éste acabe entrando en una fase de involución.

Efectivamente, en el Tratado de Roma los países miembros ha-

bían de buscar los tres objetivos básicos que se proponían: la estabilidad de los precios, el equilibrio razonable de las balanzas de pagos y el mantenimiento de un nivel alto y estable de empleo, con sus propios instrumentos monetarios y financieros. Sólo se preveía una modesta cooperación en este campo; el Tratado de Roma se preocupaba, fundamentalmente, de que los países miembros, cuando encontraban dificultades en relación con la consecución de aquellos objetivos, no trataran de resolver sus problemas echando mano de restricciones que dificultaran la construcción del Mercado Común Europeo que se intentaba conseguir a través de las reducciones arancelarias y de la eliminación de las restricciones cuantitativas a la importación.

Los beneficios que se esperaba conseguir con el Mercado Común eran importantes, y la marcha de los acontecimientos mostraría hasta qué punto esas ventajas podían cosecharse, puesto que los efectos dinámicos de la reducción de las barreras arancelarias y de la progresiva eliminación de las restricciones cuantitativas a la importación entre los países comunitarios constituyeron, ciertamente, uno de los factores más importantes de impulso de las economías europeas hasta bien avanzada la década de los años sesenta. Sin embargo, numerosos países del ámbito comunitario registraron, en los últimos años de esa década, graves perturbaciones sociales y económicas. Paralelamente, la acentuación de los problemas de la balanza de pagos norteamericana, relacionada con los crecientes compromisos de Estados Unidos en la guerra de Vietnam, llevó a un debilitamiento del dólar y a desplazamientos masivos de fon-

dos desde la moneda americana que exportaron, en definitiva, un potencial considerable de inflación desde Estados Unidos al resto del mundo. Este proceso acabó provocando la quiebra del sistema monetario nacido de los acuerdos de Bretton Woods al final de la Segunda Guerra Mundial y condujo a una situación generalizada de flotación de monedas, en medio de una considerable confusión monetaria.

Por otra parte, en 1974, los diferentes países registraron, en mayor o menor medida, la incidencia de la crisis resultante del encarecimiento de numerosas materias primas y, especialmente, del petróleo, incidencia que fue distinta en unos países que en otros y que también suscitó en los diferentes países reacciones muy dispares. Todo ello condujo a una situación en la que no sólo no avanzó la cooperación entre los países comunitarios sino que, con políticas económicas en buena medida dispares, esa cooperación tendió a reducirse. Un buen reflejo de la difícil situación en que se encontraba la cooperación entre los países comunitarios a mediados de la década de los años setenta es el fracaso del primer intento de creación de un área de estabilidad cambiaria que acabó en lo que se denominó entonces la «serpiente europea», que terminó funcionando como una pequeña área del marco sin lograr sus objetivos.

La posterior propuesta franco-alemana de 1978 para crear un área de estabilidad cambiaria debe considerarse como un esfuerzo por enderezar esa situación de débil cooperación entre las economías comunitarias, tratando de centrar esa cooperación en torno a una política de estabilidad que, a decir verdad, tras varios años de políticas económicas

confusas, contradictorias y dispares, apenas irradiaba más que de la República Federal Alemana. Para Francia, el proyecto de creación de esa área de estabilidad cambiaria, en caso de realizarse, aparecía como un factor de credibilidad que reforzaría la política de ajuste, saneamiento y estabilidad que en Francia estaba proponiendo el profesor Raymond Barre. Que tal proyecto pudiera tener éxito era algo sobre lo que cabía dudar en aquellos momentos, y hubo instituciones muy importantes que, efectivamente, dudaron de su conveniencia. Dudó nada menos que el Bundesbank, que pensaba que la creación del SME serviría para contagiar a Alemania la inflación de otros países, como resultado de las intervenciones intensas que tendría que realizar el Bundesbank para mantener las cotizaciones acordadas de las monedas débiles de los países más inflacionistas del área.

Si los temores del Bundesbank no se han cumplido y si el SME, nacido de aquel proyecto franco-alemán en 1979, ha tenido un éxito razonable, ello debe atribuirse a que, en los últimos años de la década de los setenta y a comienzos de los ochenta, los países europeos habían llegado, uno tras otro, a la conclusión de que los problemas que tenían planteados exigían políticas de ajuste y saneamiento enmarcadas en programas financieros de estabilidad, concebidos con objetivos a medio y largo plazo. Esta ha sido la base del funcionamiento del SME, cuyos resultados favorables pueden expresarse así:

En primer lugar, el SME ha conducido a un aumento notable de la estabilidad cambiaria en la zona, tanto si se compara con el período anterior como si se compara con la experiencia simultá-

nea de otros países no pertenecientes al SME o se atiende a las fluctuaciones registradas entre las monedas del área del SME y las monedas de terceros países. Esa mayor estabilidad cambiaria se ha registrado tanto respecto de los tipos de cambio nominales como respecto de los tipos de cambio reales.

En segundo lugar, esa mayor estabilidad cambiaria no ha venido acompañada de una mayor inestabilidad en los tipos nominales de interés. Habría sido posible que los gobiernos hubieran logrado de un modo un tanto artificioso la mayor estabilidad de los cambios acentuando los movimientos de los tipos de interés nominales, especialmente del mercado monetario. Pero esto no ha sucedido. De hecho, la mayor estabilidad cambiaria ha ido acompañada también de una mayor estabilidad de los tipos de interés de los mercados monetarios. Un rasgo importante que debe subrayarse, sin embargo, es que a esa mayor estabilidad cambiaria ha contribuido, sin duda, la persistencia de importantes controles de cambios en numerosos países de la Comunidad.

En tercer lugar, el SME ha conducido, al menos en el período comprendido entre 1979 y 1987, a una reducción y a una convergencia de las tasas de inflación de los países del área. Debe reconocerse que éste no es un fenómeno peculiar de la zona, puesto que se trata de un período en el que los procesos de desinflación han sido generales en los países industriales y en el que muchos de éstos, no pertenecientes al Sistema, han registrado, de hecho, procesos de desinflación más acentuados que los registrados por los países del Sistema. Además, es cierto que, durante los años 1986 y 1987, los logros

conseguidos en términos de reducción de las tasas de inflación han recibido una aportación destacada de los precios de importación y, especialmente, de la caída sustancial de los precios del petróleo a principios del año 1986. Posteriormente, el proceso inflacionista ha tendido a recrudescerse en los años 1988 y 1989; pero esto no ha sido exclusivo del área y, en todo caso, la disciplina del SME ha conducido a la pronta adopción de medidas monetarias para contener las tensiones de precios. El punto de irradiación de los elementos de estabilidad ha sido, naturalmente, la política monetaria de la República Federal Alemana, en tanto que los otros países han absorbido grados de credibilidad para sus propias políticas desinflacionistas a través de los tipos de cambio aproximadamente fijos que les ligaban con la moneda alemana.

La presión en favor de la estabilidad y la convergencia de las políticas económicas en el área del SME ha afectado más a la política monetaria que a la política fiscal. Ciertamente, en el ámbito de la política fiscal se han planteado programas de consolidación presupuestaria y de reducción de los déficit públicos a medio y largo plazo. Sin embargo, la convergencia ha sido menor en la política fiscal que en la monetaria, y no ha impedido que persistan déficit públicos en el área que, como en el caso de Italia, alcanzan al 10 por 100, aproximadamente del PIB y que, en el caso belga, llegan al 7 por 100 del PIB —con los elementos de incertidumbre que esos déficit públicos aportan respecto del futuro de las políticas monetarias—. Por otra parte, cuando en el último período se ha registrado un repunte de las tasas de inflación,

las políticas fiscales no han acompañado adecuadamente a las políticas monetarias en su esfuerzo por contenerlo. Los diferentes países han mantenido sus políticas de consolidación presupuestaria a medio y largo plazo y no han intentado actuar sobre la demanda agregada en el corto plazo para frenar la elevación de las tasas de inflación. De hecho, cuando se elimina el efecto de la evolución coyuntural sobre las cuentas públicas en los dos últimos años, se observa que el déficit primario, una vez eliminado el componente cíclico, ha tendido a aumentar en muchos casos, de modo que la política fiscal ha estado actuando en un sentido más bien expansivo en un momento en que las políticas monetarias estaban actuando con una clara voluntad restrictiva y de lucha contra la inflación. Incluso en el ámbito de la política monetaria se han registrado problemas importantes de incertidumbre respecto de su eficacia en numerosos países de la zona. Este será el primero de los problemas de política monetaria en el ámbito del SME al que me referiré más adelante.

Por otra parte, una característica del área del SME durante todo el período que estamos considerando —hasta, prácticamente, 1987— ha sido el hecho de que la tasa de crecimiento real observada en el conjunto de esos países ha sido modesta, más baja que la registrada, durante el mismo período, por numerosas economías industriales, europeas y no europeas, que no pertenecen al SME. Naturalmente, y en relación con esas bajas tasas de crecimiento, las economías del área han mostrado también una notoria debilidad en la generación de puestos de trabajo y han tendido a mantener, por tanto, tasas de paro elevadas. No resulta to-

talmente claro, sin embargo, en qué medida la evolución lenta de estas economías y su falta de dinamismo en la creación de empleo pueden imputarse al SME. De hecho, toda la primera parte del funcionamiento del SME, desde 1979 hasta 1985 ó 1986, aparece dominada, en las economías del área, por políticas de signo restrictivo, de carácter desinflacionista, que hubiera sido necesario aplicar existiera o no el mecanismo de estabilidad cambiaria del SME; por otra parte, este sistema de estabilidad cambiaria ha dotado de credibilidad a aquellas políticas y, en ese sentido, posiblemente ha reducido sus costes económicos y sociales. Pero también es cierto que, cuando estas políticas desinflacionistas perdieron vigor hacia 1985, cuando ya una buena parte de los ajustes que se había pretendido introducir estaban realizados —cuando los costes unitarios del trabajo habían bajado y cuando las empresas del área venían acusando una clara recuperación de beneficios y una mejora de sus estructuras financieras—, cuando se estaba ya en esta situación, y pese a los efectos claramente positivos de la caída del precio del petróleo, las economías del área del SME siguieron manteniendo tasas de crecimiento modestas y, por tanto, tasas de paro elevadas. Sólo cuando la fase de expansión estaba ya muy avanzada y existía una notoria presión de la demanda sobre las capacidades instaladas, sólo entonces, comenzó a bajar la tasa de paro en las economías del área del SME.

Esta evolución, que contrasta con la que han registrado en el mismo período otros países —y, de un modo muy destacado, la economía de los Estados Unidos—, parece proporcionar argumentos a quienes han venido

defendiendo, durante todo el período, que la falta de dinamismo de las economías europeas era debida, fundamentalmente, a un proceso de *esclerosis* —lo que se ha denominado la *maladie européenne*—, es decir, a una situación de creciente rigidez de los tejidos socioeconómicos. Según esta opinión, tales rigideces dificultaban el crecimiento y la generación de empleo y hacían que, tan pronto como estas economías comenzaban a registrar mayores niveles de demanda y de actividad, tendían también a adentrarse en procesos inflacionistas más o menos rápidos. Y, ciertamente, la evolución del año 1988 y de la primera mitad del año 1989 parecería, de algún modo, dar la razón a quienes así piensan. En todo caso, esta interpretación de la situación europea ha dominado a lo largo de los años ochenta entre los economistas que influían en el pensamiento inspirador de la política monetaria y, en general, de la política económica de esos países. Por consiguiente, en todos estos países se ha tratado de rehuir la lucha contra la falta de dinamismo de las economías del área mediante políticas expansivas de demanda, y se ha considerado que la solución a los problemas europeos había que buscarla, básicamente, a través de *políticas de oferta*.

Este es uno de los elementos de inspiración del gran proyecto de relanzamiento del proceso integrador a través de la creación del Mercado Interior Europeo. Es difícil, en efecto, encontrar un revulsivo en favor de la competencia y la dinamización de las economías de la Comunidad superior al reto que implica la creación de un Mercado Interior o Unico, concebido como un área de libertad plena de movimien-

tos de bienes, servicios y factores de producción para una fecha fija y no lejana —finales del año 1992—. El proceso, en sí difícil, ha sido facilitado mediante la modificación sustancial de las normas de adopción de decisiones en los órganos comunitarios y, también, de los mecanismos de aplicación y desarrollo de las directivas aprobadas para crear ese Mercado Unico. En definitiva, el Mercado Unico es, en este momento, la gran política de oferta europea, es decir, el gran esfuerzo por dinamizar las economías europeas y combatir la *esclerosis* denunciada tantas veces en los últimos años.

La creación del Mercado Interior o Mercado Unico necesita, sin duda, el acompañamiento de una serie de líneas de política económica: necesita una política de competencia común, necesita políticas comunes o, al menos, altamente coordinadas en una serie de ámbitos donde la eficacia de los mecanismos del mercado se acepta que es limitada, tales como los transportes, la investigación o el medio ambiente; necesita una política regional dotada de medios adecuados, y necesita, además, unas políticas macroeconómicas crecientemente coordinadas. La construcción del mercado interior implica, en efecto, que las políticas macroeconómicas adoptadas por cada país perderán eficacia si sólo se limitan a sus fronteras y, al mismo tiempo, que si las políticas macroeconómicas se adoptan simultáneamente por los países del área, aumentarán sus efectos dentro de las fronteras de cada país. Puesto que la creación del mercado interior implica una importante dosis de apertura e interpenetración de las economías integrantes, la mayor cooperación entre las políticas macroe-

conómicas se hace necesaria. Y esta cooperación creciente será especialmente importante como consecuencia de los efectos que va a tener la creación de un espacio financiero único, basado en la libertad plena de movimientos de capitales.

El ambicioso programa de construcción del mercado único está avanzando de modo muy desigual; está progresando, naturalmente, menos en las áreas más complejas y, de un modo especial, en aquellas áreas donde se mantiene el principio de unanimidad en la adopción de acuerdos comunitarios, a diferencia de aquellos otros ámbitos en los que predomina el principio de mayoría. Dentro de ese carácter desigual de los avances, la creación de un espacio financiero único ha avanzado muy considerablemente, en especial porque, en junio de 1988, fue aprobada la directiva fundamental que llevará a la plena libertad de movimientos de capitales en el área, de un modo generalizado y *erga omnes*, para el 1 de julio de 1990. Esta medida afectará a todos los países, aunque dejará a algunos de ellos períodos de adaptación un poco más largos: en el caso de España, hasta finales de 1992; en el caso de otros países, como Portugal y Grecia, hasta fechas posteriores si es que lo necesitan. Pero, en definitiva, la decisión, ya tomada, de introducir la plena libertad de movimientos de capitales en un período cercano, como sustrato necesario para la creación de un espacio financiero único en el área comunitaria, supone un cambio sustancial para las políticas económicas de los países comunitarios y, especialmente, para sus políticas monetarias, que van a perder grados considerables de autonomía. Este es el segundo problema del que

voy a tratar: el efecto de la libertad plena de movimientos de capitales sobre las políticas monetarias de los países del SME y, en general, de los países comunitarios. Mi conclusión será que la introducción de la libertad plena de movimientos de capitales es un factor que va a impulsar de un modo decisivo la convergencia de las economías del área.

Esto plantea, a su vez, el problema de los grados de colaboración necesarios para que la convergencia no consista simplemente en que todos los países del área tengan que adoptar los criterios de política monetaria y, en general, de política económica de la economía dominante. El tercer tema que voy a examinar es, por tanto, el de la necesidad de una colaboración creciente en el ámbito de las políticas económicas y, especialmente, de las políticas monetarias. Este es el tema del informe Delors.

2.

El primero de los problemas que voy a tratar no es privativo del SME. Se ha expresado recientemente de un modo muy especial en relación con las políticas monetarias de algunos de los países del SME, pero es, en definitiva, un problema de mayor ámbito. Me refiero a la incertidumbre que ha venido rodeando a la elaboración y la instrumentación de las políticas monetarias en numerosos países desde hace algún tiempo —incluyendo en esos países a España.

Es este un tema que se puede interpretar como la discusión entre quienes son partidarios de la discrecionalidad en la elaboración e instrumentación de la po-

lítica monetaria y quienes prefieren un sistema de normas; y está relacionado con otro tema cercano, y no totalmente equivalente, que se manifiesta en la discusión entre quienes prefieren esquemas de política monetaria en una sola etapa, que va desde los instrumentos hasta los objetivos últimos en términos de actividad y precios, y quienes, por el contrario, prefieren sistemas de política monetaria bietápicas, donde existen objetivos intermedios definidos en términos de algún agregado o de algún precio relativo, como el tipo de interés o el tipo de cambio.

Desde un punto de vista teórico, parece que nada sería preferible a las políticas discrecionales y en una sola etapa, en las que las autoridades disponen de unos instrumentos que están dispuestas a manejar discrecionalmente en función del flujo continuo de información que van recibiendo. Se trata de un esquema en el cual parecería posible que, período tras período, las autoridades, en base a la información recibida, con los instrumentos disponibles y con referencia a los objetivos últimos que persiguen, pudieran generar políticas monetarias óptimas. La realidad, sin embargo, ha mostrado, una y otra vez, que esos intentos de optimización de la política monetaria, período tras período, en esquemas de una sola etapa y basados en la discrecionalidad de las autoridades, acaban conduciendo a éstas a un intento de explotar las ilusiones del público mediante expansiones monetarias orientadas a tratar de estimular la actividad y el empleo. La práctica de esas políticas ha probado que el público acaba reaccionando a esas decisiones discrecionales revisando y adaptando su comportamiento, con lo que estas políticas, en vez

de funcionar como óptimas en la práctica, han acabado funcionando, una y otra vez, como políticas que no consiguen mejoras permanentes en la actividad y el empleo y que, por el contrario, conducen a incrementos de las tasas de inflación.

Esta experiencia es la que ha llevado a que muchos países hayan preferido adoptar algún tipo de normas para sus políticas monetarias y a aceptar también esquemas de política monetaria de carácter bietápico donde, entre los instrumentos de las autoridades y los objetivos últimos, referidos normalmente a la evolución del gasto nominal en bienes y servicios, aparece un objetivo intermedio, sea una magnitud monetaria o un precio relativo. En la discusión de este tipo de estrategias de política monetaria, la elección de objetivos intermedios se ha referido, generalmente, a tres alternativas: algún agregado monetario —como M1, M2, M3 o los ALP españoles— que respondía a una definición más o menos amplia de dinero; a un tipo de interés representativo y al tipo de cambio. Estas tres alternativas no están situadas, por así decirlo, en un mismo nivel. Si un país decide adoptar objetivos intermedios en términos de un agregado monetario o en términos de un tipo de interés representativo y dejar que fluctúe el tipo de cambio, ese país está apostando por una política monetaria que pretende mantener notables grados de autonomía. Si, por el contrario, un país adopta como objetivo intermedio de su política monetaria el tipo de cambio y es un país de dimensión reducida o moderada, entonces ese país está apostando por una política monetaria que le haga importar los objetivos de un país dominante con cuya moneda se encuentre relacionada la

propia a través del tipo de cambio fijo que sirva como referencia intermedia.

Cuando estos temas se discutieron en los años setenta, y los diferentes países trataron de establecer estrategias de política monetaria bietápicas y sometidas a normas, el tipo de cambio se desechó, en general, porque era un período de grandes fluctuaciones cambiarias, grados de inflación elevados, con situaciones distintas en los diferentes países y con respuestas de política económica que variaban mucho de un país a otro. De modo que, en los años setenta, la discusión sobre cuáles deberían ser los objetivos intermedios de política monetaria tendió a centrarse en las alternativas de algún agregado monetario y de un tipo de interés representativo. En general, el dilema entre objetivos intermedios tendió a resolverse tratando de comprobar cuál era el objetivo intermedio que las autoridades podrían controlar más fácilmente y cuál de esos objetivos intermedios parecía tener una relación más estable con lo que constituía el objetivo último de las autoridades, es decir, el gasto nominal en bienes y servicios del público. En base a estos criterios, y por razones en las que no voy a detener ahora, en los años setenta la mayor parte de los países que se enfrentaron con este dilema tendieron a adoptar sistemas o estrategias de política monetaria bietápicas, con normas u objetivos referidos a un objetivo intermedio expresado como un agregado, fuera un agregado estrecho del tipo de M1 ó M2, o un agregado más amplio, como M3 ó M4, o los ALP, u otras magnitudes semejantes.

Estas políticas, que tienen un planteamiento bastante nítido, funcionan en la práctica con di-

ficultades, porque a las autoridades monetarias se les plantean problemas a la hora de controlar el objetivo intermedio y porque, además, la relación entre la evolución en el tiempo de ese objetivo intermedio y la referencia última, que es el gasto nominal del público en bienes y servicios, está sometida a variaciones importantes. En efecto, para la magnitud correspondiente elegida, la velocidad renta del dinero puede sufrir modificaciones, bien porque el público se desplace de unos a otros activos sin una variación en la estabilidad de la función de dinero subyacente, bien porque se produzcan desplazamientos en la función de la demanda de dinero subyacente. En conclusión, a pesar de la nitidez en ese planteamiento, las autoridades monetarias siempre han tenido dificultades con él y las políticas se han instrumentado siempre con elementos importantes de interpretación. Las autoridades rara vez han podido realizar políticas de cantidades en sentido estricto, prescindiendo de lo que sucediera con los tipos de interés o con el tipo de cambio. Rara vez las autoridades monetarias han podido atender solamente a un agregado, de modo que, aunque el objetivo se definiera en términos de uno de ellos, las autoridades tenían que contemplar, en la práctica, el comportamiento de un abanico de agregados. Por otra parte, las autoridades monetarias siempre han tenido que desarrollar su política económica buscando información sobre lo que estaba sucediendo en la economía a través de una pluralidad de fuentes, no exclusivamente monetarias y financieras. Sin embargo, en medio de todas estas dificultades, las políticas así planteadas han tenido un notorio éxito durante bastante tiempo y han sido una pieza fundamental de

los programas financieros desinflacionistas que han dominado la primera parte de los años ochenta en numerosos países, y concretamente en la generalidad de los países del SME.

Ahora bien, a medida que avanzaba la década de los ochenta, el planteamiento de estas políticas ha tendido a verse profundamente alterado: en primer lugar, porque se han producido modificaciones importantes en los mecanismos de transmisión de los impulsos de la política monetaria y, en segundo lugar, porque los fundamentos mismos de esas políticas se han visto afectados por las sucesivas oleadas de innovaciones financieras. En el primer aspecto —las modificaciones registradas en los cauces de transmisión de efectos—, ha ocurrido que el papel de los tipos de interés en los mercados financieros y la política monetaria se ha ampliado considerablemente, en detrimento del racionamiento del crédito. Efectivamente, la importancia creciente que han adquirido los mercados interbancarios en la provisión de recursos a los bancos, la ampliación del número de activos y pasivos de los balances bancarios que aparecen retribuidos en relación con los tipos de interés del mercado monetario y los procesos de desintermediación bancaria y de «securitización», que han generado también activos cuyos tipos de rentabilidad están ligados a los tipos de interés del mercado monetario, todo ello ha hecho que exista en este momento un abanico mucho mayor que antes de activos que están retribuidos con tipos de interés ligados, de un modo u otro, pero bastante directamente, a los que se forman en los mercados monetarios. Esta nueva situación ha ocasionado que los impulsos de la política

monetaria tiendan a transmitirse, en mucha mayor medida que antes, a través de movimientos de los tipos de interés, y que las transmisiones de efectos a través de los tipos de interés sean más rápidas. Los mercados han tendido a buscar así su equilibrio a través de los movimientos de precios —esto es, a través de los movimientos de tipo de interés—, lo cual ha hecho que pierda importancia el racionamiento de crédito como vía importante de transmisión de efectos de política monetaria.

Un segundo elemento que ha venido afectando a las políticas monetarias en el periodo reciente ha sido la pérdida de autonomía que éstas han registrado como consecuencia de los procesos de desregulación, especialmente por lo que se refiere a la reducción de los mecanismos complejos de controles de cambios que venían afectando a numerosos países europeos, y que aún siguen afectando a muchos de ellos en la actualidad. En la medida que se han ido eliminando los controles de cambios, los sistemas financieros nacionales han tendido a adquirir un grado creciente de interpenetración. Los movimientos de capitales se han hecho más intensos y más sensibles a los movimientos de tipos de interés, que —como acabamos de ver— han adquirido una importancia mucho mayor que en el pasado. Todo esto ha ocasionado que las políticas monetarias nacionales pierdan grados considerables de autonomía. Si se vive en un sistema de tipo de cambio flotante, entonces una política monetaria nacional que intente ser, por ejemplo, restrictiva, impondrá elevaciones de los tipos de interés que, inmediatamente, inducen movimientos de capitales desde el resto del mundo,

atraídos por la modificación en los diferenciales de intereses, lo cual conduciría, a su vez, a una apreciación al tipo de cambio; así, la política monetaria genera una parte de su efecto a través de los movimientos cambiarios, lo cual puede ser positivo en muchos casos, pero no deja de plantear, ciertamente, otras dificultades. Si el país de que se trata es de dimensión moderada y practica un sistema de tipo de cambio aproximadamente fijo, entonces las políticas monetarias nacionales, por ejemplo, de signo restrictivo, tienen un límite, puesto que las alzas de tipos de interés generan entradas de capitales que presionan el tipo de cambio y, para defender el tipo de cambio, obligan a las autoridades a intervenir fuertemente, con lo cual se generan inyecciones de liquidez importantes que ponen en peligro el carácter restrictivo de la política instrumental.

Además, las innovaciones financieras han tendido a hacer más difíciles las políticas monetarias biecápicas, con objetivos intermedios generalmente definidos en términos de agregados monetarios más o menos amplios. Las innovaciones financieras han generado nuevos activos cuyas retribuciones están ligadas, de un modo u otro, a los tipos de interés del mercado monetario, lo que ha aumentado la sustituibilidad de activos. Esta sustituibilidad de activos entre los agregados de control monetario y los activos que aparecen fuera de ellos produce desplazamientos entre los activos externos y los activos internos a los agregados y, por lo tanto, las autoridades se encuentran con dificultades muy graves para tratar de precisar qué significa el comportamiento que están observando en las magnitudes a las que se

refieren sus objetivos. A veces, las magnitudes evolucionan en conformidad con los objetivos inicialmente establecidos; pero, con frecuencia, se producen desviaciones, y entonces las autoridades tienen crecientes dificultades para distinguir en qué medida las desviaciones que se están observando respecto de los objetivos están ligadas a desarrollos indeseables, desde su punto de vista, en la evolución del gasto nominal del público en bienes y servicios o, por el contrario, son el resultado bien de desplazamientos de activos decididos por el público dentro de una función de demanda de dinero estable y en respuesta a variaciones en el coste de oportunidad de mantener liquidez en forma de dinero, bien de desplazamientos de activos decididos por el público como consecuencia de modificaciones en la función de demanda de dinero. En definitiva, las autoridades se han encontrado con dificultades para saber cuándo las desviaciones observadas en el comportamiento de las magnitudes intermedias respecto de los objetivos iniciales debían ser acomodadas, porque eran resultado de decisiones de estructuración de cartera del público que no planteaban problemas respecto de los objetivos últimos, y cuándo, por el contrario, esas desviaciones estaban ligadas a desviaciones registradas en el gasto nominal en bienes y servicios del público que no deberían ser acomodadas.

Ante estos problemas, las autoridades monetarias han reaccionado de un modo muy distinto en los diferentes países. En algunos casos, han decidido dejar de utilizar estos esquemas de control y renunciar a los objetivos intermedios. En otros casos, han cambiado la magnitud en cuyos términos se expresaban los ob-

jetivos y, unas veces, han pasado de variables más amplias a variables más estrechas y otras, han hecho lo contrario. En ciertos casos, han consentido las desviaciones que se estaban registrando respecto de los objetivos y, en otros, han abandonado los objetivos intermedios en términos de agregados para pasar a objetivos intermedios definidos en términos de tipo de cambio. Todo esto ha planteado, en los últimos tiempos, dificultades importantes. Estas han sido particularmente graves cuando un determinado país, acosado por este tipo de problemas, especialmente por los problemas generados por las oleadas de innovaciones financieras, ha llegado a la conclusión de que era inútil perseguir objetivos en términos de agregados y ha renunciado a sus objetivos monetarios. Esto es lo que ha hecho, por ejemplo, Gran Bretaña. Este país ha llegado a la conclusión de que la magnitud más amplia que estaba manejando, y en términos de la cual definía sus objetivos, estaba registrando perturbaciones tan considerables, como consecuencia de las innovaciones financieras, que resultaba inútil tomar sus movimientos como indicadores de lo que era la evolución del gasto del público en bienes y servicios; y, finalmente, han decidido que era mejor no intentar proponerse objetivos en términos de agregados monetarios. El problema está en que esos agregados amplios han venido creciendo en Inglaterra, durante mucho tiempo, a tasas del orden del 18 al 22 por 100. Parece peligroso que las autoridades lleguen a la conclusión de que pueden desentenderse de la evolución de las magnitudes monetarias —por afectadas que estén por procesos de innovación— cuando estas magnitudes monetarias están creciendo de un mo-

do persistente a tasas tan altas como el 18 o el 22 por 100. Siempre he estado convencido —y ahora parece que los ingleses también están empezando a convencerse— de que el rebrote inflacionista importante que ha venido viviendo Inglaterra desde el año 1987 tiene mucho que ver con esa evolución tan fuerte de las magnitudes amplias que los ingleses han pretendido contemplar con indiferencia durante bastante tiempo.

Por otra parte, la desconfianza hacia la política monetaria que este elemento de incertidumbre, provocado por las innovaciones financieras, ha generado, ha llegado a oscurecer, en los últimos tiempos, algunos puntos que parecían adquiridos o consolidados en la discusión sobre las posibilidades y las limitaciones de la política monetaria en los años setenta —discusiones que, ciertamente, han estado ligadas al monetarismo, pero que no son equivalentes al monetarismo—. Así, parecía que estaba consolidado el punto básico de que las políticas monetarias son, en un sentido, instrumentos demasiado potentes y, en otro, instrumentos demasiado burdos y, en conjunto, instrumentos poco fiables para regular a corto plazo las economías. Es verdad, por otra parte, que también las políticas fiscales encuestran grandes dificultades para regular la demanda a corto plazo. De todo ello debería deducirse que las políticas monetarias y las políticas fiscales deben utilizarse articuladamente en programas financieros a medio y largo plazo, sin que esto quiera decir que sean insensibles a la evolución coyuntural de la demanda. Parece que se ha olvidado que la política monetaria, especialmente cuando funciona sin una colaboración suficiente de la

política fiscal, como ha ocurrido en la mayor parte de los países europeos durante los dos últimos años, es un elemento torpe en cuanto regulador de la coyuntura. Por otra parte, la pérdida de autonomía de la política monetaria se ha hecho ostensible en muchas economías europeas, ya fueran miembros del SME, ya fueran ajenas al mismo. Efectivamente, se han dado varios casos de países que no han consentido un desbordamiento importante y sistemático de sus magnitudes de control, que han tratado de frenar ese desbordamiento y de corregirlo, y que se han encontrado con que se ponían en marcha movimientos de capitales (salidas o entradas), que presionaban sobre los tipos de cambio. En algún caso, como Italia, lo que ha ocurrido es que esos movimientos ponían en peligro la posibilidad de mantener la lira dentro del SME, a pesar del margen amplio de fluctuación del tipo de cambio que los italianos tienen dentro del SME. Esa experiencia es la que ha llevado a las autoridades italianas, finalmente, a apostar por políticas monetarias de freno de la inflación, teniendo que recurrir a medidas de control de los cambios. Otro caso similar es el de España, que ha estado, durante la mayor parte del período a que me estoy refiriendo, al margen del mecanismo de los cambios del SME. España se ha enfrentado con una expansión muy vigorosa de la demanda privada, apoyada por una demanda pública intensa, y ha instrumentado una política monetaria orientada a la contención de la inflación, generando, de ese modo, presiones alcistas fuertes sobre el tipo de cambio —que se ha tratado de contener introduciendo obstáculos a las entradas de capitales—. En el caso español se ha podido comprobar la pérdida de auto-

nomía de las políticas monetarias nacionales en el mundo actual, así como los grados de tensión en que puede incurrir una política monetaria de objetivos nacionales en relación con el comportamiento del tipo de cambio. Finalmente, España ha decidido ingresar en el mecanismo de cambios del SME buscando una mayor credibilidad para sus políticas de estabilidad y tratando de encontrar, con el ingreso en el SME, unos límites a las expectativas de apreciación de los mercados respecto de la divisa española en relación con políticas monetarias de signo restrictivo.

Las consideraciones anteriores me llevan al segundo tema que querría tratar: la sustancial pérdida adicional de autonomía que registrarán las políticas monetarias cuando, a partir del primero de julio del año 1990, se introduzca la plena libertad de movimientos de capitales en el ámbito comunitario.

El grado de restricciones que impone el SME depende, en primer lugar, de los márgenes de fluctuación tolerados en relación con los tipos de cambios centrales y de la disponibilidad de ajustes en los tipos de cambios centrales. Este primer factor de restricción ha tendido a acentuarse en los últimos tiempos en la medida en que los países del SME se han inclinado a desechar los ajustes de los tipos de cambio centrales y a reducir las fluctuaciones cambiarias dentro de las bandas. Esta actitud se debe a dos motivos: primero, se ha llegado a la conclusión de que las fluctuaciones del tipo de cambio dentro de las bandas, si se permite que sean amplias, generan movimientos especulativos muy considerables y difíciles de soportar; después, en economías crecientemente abiertas, la con-

fianza que cabe depositar en los ajustes cambiarios para resolver problemas de balanza de pagos es cada vez menor, porque los efectos sobre los precios interiores de las variaciones del tipo de cambio son más rápidos y potentes y, por consiguiente, el efecto de corrección sobre la balanza de pagos es cada vez más débil y se pierde con más rapidez —especialmente, si no está cooperando en la dirección adecuada la política de actuación sobre la demanda interna.

El segundo factor que determina el grado de restricción impuesto por los tipos de cambio es la intensidad del control de los cambios existente. Naturalmente, cuanto más intensos sean los controles de cambios, mayor es el grado de independencia que puede lograrse, dentro de ciertos márgenes, entre la política cambiaria y los objetivos internos de la política monetaria. Los controles de cambios nunca han funcionado bien y nunca han tenido efectos decisivos a medio y largo plazo, porque los mercados se encargan de encontrar, con una cierta rapidez, vías para eludirlos, pero es cierto que, en períodos cortos, los controles de cambios tienen alguna efectividad. Por consiguiente, si se pueden introducir controles de cambios o reforzar los existentes, un país puede buscar en ellos un mayor margen de holgura, por ejemplo, para adoptar políticas monetarias restrictivas, sin que por ello se perturben sus mercados de cambio y sin generar entradas de capitales que tiendan, de algún modo, a erosionar los efectos restrictivos que se está intentando generar. En los últimos años, los controles de cambios están en retroceso, y esto ha tendido a aumentar la interpenetración de los sistemas, que es lo

mismo que decir que ha tendido a imponer, como hemos visto, una pérdida de autonomía a las políticas monetarias. Ahora bien, cuando se introduzca la plena libertad de movimientos de capitales, que es el sustrato de un mercado financiero único en el ámbito comunitario, la pérdida de autonomía de las políticas monetarias nacionales va a ser muy grande. Mientras existían controles de cambio, países como Italia, por ejemplo, han podido manejar su tipo de cambio con fines de apoyo a las políticas desinflationistas, y los países del SME han podido mantener tasas de inflación bastante dispares sin verse obligados por el mercado a trasladar inmediatamente a ajustes cambiarios esas disparidades en las tasas de inflación; pero cuando exista plena libertad de movimientos de capitales, la posibilidad de que suceda esto va a ser mucho más reducida. Los países no van a poder decidir, como han decidido en el pasado dentro del área del SME, cuándo ajustan sus tipos de cambio; van a ser lo que se suele llamar los «sentimientos del mercado» los que van a imponer a las autoridades, cuando los tipos de las tasas de inflación sean dispares, los ajustes de los tipos de cambio, mediante ataques especulativos muy fuertes que tienen en su base las ganancias que pueden obtenerse con rapidez o las pérdidas que pueden eludirse si se adoptan las decisiones correspondientes respecto de una moneda que se considera amenazada, y cuya depreciación se considera cercana. Y si esto es así, los países van a tener que forzar el acercamiento de sus tasas de inflación y, en este sentido, van a tener que aumentar la convergencia de sus políticas monetarias e incluso, dentro de ciertos límites, de sus políticas fiscales.

Todo esto plantea el problema de hacia qué se converge; y de un modo inevitable la convergencia se va a producir hacia los países o hacia el país que marque la pauta de una mayor estabilidad en la zona. Pero esto plantea, naturalmente, problemas muy graves, porque mantenerse en un área como el SME no puede querer decir asumir una convergencia creciente que lleve simplemente a la aceptación pasiva por los otros países de los objetivos de política económica impuestos por el país dominante del área.

El tercer tema al que quería referirme, y que voy a tratar muy rápidamente, es el de las exigencias de coordinación que se plantean en esta nueva situación. Esa coordinación afecta a todos los países de la Comunidad, porque los problemas que he señalado no van a referirse sólo a los países pertenecientes al mecanismo de cambios del SME, sino también a los que estén fuera de él. La coordinación indispensable de las políticas económicas y, concretamente, de las políticas monetarias se desprende de la construcción del mercado único. Es más, si esa coordinación no se produce, cabe temer que el mercado único tienda a retroceder o que los países, para hablar en términos más estrictos, tiendan a refugiarse otra vez en los controles de cambios. De modo que lo que tienen por delante los países comunitarios es un reto ineludible de cooperación creciente. Algún país, como Inglaterra, ha adoptado en los últimos tiempos lo que se denomina la aproximación «pragmática» a esa mayor cooperación; es decir, los ingleses consideran que no hay que buscar esa cooperación mediante compromisos políticos formales, sino que hay que dejar que los mercados vayan gene-

rando e imponiendo por sí solos una cooperación creciente. Hay quien piensa, por el contrario, que no cabe confiar en que la simple presión de los mercados genere cooperación a los ritmos y con la intensidad que van a ser necesarios. Esta es, naturalmente, la posición básica y el núcleo del mensaje del Comité Delors. El Comité Delors afirma, frente a la postura que se autocaracteriza como «pragmática», que hacen falta compromisos políticos de cooperación creciente. La Unión Monetaria es la referencia última, un objetivo lejano si se quiere, pero el término final de un proceso de cooperación creciente. Si la cooperación en la adopción de decisiones comunitarias en el ámbito monetario y macroeconómico general no se registra, es muy difícil que el mercado único se consolide, e incluso es probable que retrocedan los impulsos de integración.