

# LA CONDUCCION DE LA POLITICA MONETARIA DENTRO DE UN AREA MONETARIA

Dentro del proceso de integración de los mercados —acelerado por el desmantelamiento de los controles de cambios y de otras regulaciones— que se está produciendo en Europa Occidental, se plantea el problema de los crecientes sacrificios de autonomía a que se ven abocadas las autoridades monetarias nacionales para integrarse en un área monetaria supranacional. **Robert Raymond** realiza en el presente artículo un análisis de las ventajas e inconvenientes, y de los acuerdos y tensiones, producidos por este proceso; asimismo, presenta las características que debe tener, y el tipo de acuerdos entre las partes que debe contener, un área monetaria de este tipo para que sea viable y produzca resultados positivos para sus miembros (\*).

**E**N otros tiempos, la política monetaria se diseñaba para un territorio concreto y sus residentes, limitados por controles de cambios que garantizaban el uso exclusivo de la moneda nacional para las transacciones interiores. Las únicas sanciones posibles sobre su autonomía eran las pérdidas o ganancias en reservas de divisas, que, en última instancia, culminarían en el drama de la devaluación o la revaluación.

Hoy, esa lógica se ha invertido radicalmente. Las fronteras se han abierto al integrarse los mercados, fenómeno técnico cuya dinámica fue acelerada por el desmantelamiento general de los controles de cambios y otras regulaciones. Al mismo tiempo, los europeos no dudan en plantearse ahora una situación en la que los tipos de cambio quedarían congelados. ¿No impone todo esto unas limitaciones intolerables sobre la política monetaria nacio-

nal? ¿Se puede seguir hablando de una política nacional?

Ese es el tema que quiero examinar aquí. Voy a empezar con un recordatorio de los límites de la autonomía de las políticas monetarias, tomando como punto de partida la autonomía de un país con moneda flotante en los mercados de divisas, y ascendiendo desde ahí por ese camino del Calvario que lleva a las autoridades monetarias a hacer un sacrificio de su autonomía tras otro, hasta integrarse en un área monetaria.

Suponiendo que esa área exista, tiene que ser firme, es decir, debe ser posible detectar los factores desestabilizadores y descubrir, mediante medidas monetarias, una fuerza centrífuga capaz de reintegrar a la nación extraviada a la senda común.

A los efectos de este estudio, definiremos el área monetaria como un área geográfica com-

puesta por varios países que encuentran, o esperan encontrar, las condiciones óptimas del desarrollo colectivo y el ajuste mutuo en el establecimiento de tipos de cambio fijos entre ellos, no manteniendo el mismo sistema frente al mundo exterior al área. Esta forma de unión monetaria reduce la incertidumbre para los agentes, posibilita la integración de los mercados financieros y asegura una asignación óptima del capital en su conjunto. Frente a estas ventajas, hay ciertas dificultades específicas que brotan de que los países del área, jurídicamente autónomos, conservan su libertad decisoria en esferas tales como el Presupuesto, las políticas estructurales y la negociación salarial. Por consiguiente, aunque las políticas monetarias están constreñidas por la necesidad cotidiana de mantener la estabilidad del tipo de cambio nominal, también tienen que absorber las perturbaciones ocasionadas por decisiones gubernamentales en otras esferas (tributación, salarios, etcétera).

Más adelante, se admite que la estabilidad de los cambios entre los países miembros quedará asegurada si las paridades mutuas son irrevocables y los márgenes de fluctuación, muy estrechos. No vamos a plantearnos la sustitución de ese sistema por una moneda única, en la medida en que llevaría al diseño de una política monetaria única, como si la antigua área pasara a ser un solo país a ese respecto, aunque con diferentes políticas fiscales de ámbito local.

## I. LIMITES DE LA AUTONOMIA MONETARIA

El responsable monetario tiene que estar definiendo continua-

mente su posición en el espacio y en el tiempo.

En el espacio, ha de compararse a su país con otros países. El mercado de divisas está ahí para recordarle las realidades de la vida. El tipo de cambio, que antiguamente reflejaba posibles desequilibrios del comercio exterior, y más tarde desequilibrios de la balanza corriente, hoy es configurado en líneas más generales por el mercado. En ese sentido, ahora representa una verdadera «calificación» del país correspondiente, y modifica los flujos de bienes, y hasta de invisibles, a través de presiones competitivas.

A lo largo del tiempo, cuanto menos solo está un país más importante es coordinar los planteamientos a medio plazo, sin lo cual los retos del momento pueden desencadenar reacciones excesivas y desastrosas.

## 1. Espacio

El sistema de Bretton Woods se hundió a causa de fortísimas tensiones surgidas dentro de la comunidad internacional. La moneda dominante, el dólar, había dejado de ser la mejor en 1971-1973; ya no inspiraba confianza. Por lo tanto, al sistema le faltaba un polo de estabilidad como el que después suministraría el marco alemán dentro del Sistema Monetario Europeo.

Los flujos de capital líquido estaban por entonces adquiriendo proporciones muy considerables, agravando los déficit de la cuenta corriente o de la balanza básica, en lugar de financiarlos. De todo ello surgió la idea de que la estabilidad cambiaría sería difícil de lograr en un área monetaria no compartimentada, como será la Comunidad Europea a partir de julio de 1990.

Los recuerdos de 1971-1973 suministran precisamente una respuesta inicial a esa objeción. Si un país del área dominara por su peso a los demás hasta el punto de imponerles su moneda como instrumento de reserva, y si de pronto ese país pasara a ser administrado de una manera que sus socios considerasen inaceptable, la unidad del área peligraría. De modo que hay que escoger una forma de asociación más equilibrada e igualitaria, en la cual se coordinen las actuaciones y se aclimate una moneda comunitaria que no esté sujeta al arbitrio de ninguno de los gobiernos en particular.

La elección de régimen cambiario está íntimamente ligada al tipo de asociación multinacional que se contemple.

### 1.1. La flotación limpia de los cambios

Aquí la política monetaria es autónoma, y se supedita a objetivos finales puramente interiores y nacionales, a los cuales se acomodan exclusivamente los objetivos intermedios. En ese caso, el tipo de cambio desempeña un papel plural.

En primer lugar, es un residuo sensible a las fuerzas del mercado, esto es:

- al rendimiento de los activos financieros;
- a los riesgos de capital, medidos en términos de las expectativas de los operadores sobre el éxito de la lucha contra la inflación;
- y, en menor medida, a cualesquiera desequilibrios en las balanzas de bienes y servicios.

En segundo lugar, el tipo de cambio así configurado es un ins-

trumento endógeno indirecto que, a su vez, actúa sobre variables interiores, sumando su efecto al impacto más inmediato de la política discrecional que se aplique dentro de las fronteras del país. Por ejemplo, una moneda sobrevaluada sirve para importar los descensos de precios; pero, por otra parte, exporta inflación a los socios comerciales. Los flujos reales se distorsionan; el *crowding out* por el tipo de cambio se traduce en pérdida de cuotas de mercado para los países de moneda sobrevaluada, como hemos visto en el caso de los Estados Unidos. Pero, al mismo tiempo, exporta actividad a sus proveedores (desempeñando el papel de locomotora). Por otra parte, es de esperar que, a la larga, las empresas reduzcan sus costes para no hundirse y que se especialicen en tipos de producción más fácilmente racionalizables. Este efecto estructural de la competencia es positivo en principio, pero sólo da fruto a largo plazo.

Las devaluaciones competitivas del período de entreguerras obedecían a una lógica simétrica.

Aunque si se pudiera demostrar que, en último análisis, este planteamiento permite a varios países alcanzar un objetivo común de baja inflación y una balanza básica equilibrada, esa utilización del tipo de cambio sería incompatible con la idea de un área monetaria. Toda asociación monetaria entre economías en vías de integración exige que no se exporten los problemas interiores a los vecinos sin su consentimiento. La escala del comercio entre ellos convertiría, de hecho, al tipo de cambio en un vector demasiado poderoso de transmisión de la inflación. La enseñanza está clara: hay que con-

tar con otros medios distintos del tipo de cambio para reducir los desequilibrios.

### 1.2. El objetivo cambiario ponderado

Muchos países se han referido a una cesta de monedas para guiarse entre los bajíos de los mares revueltos que siguieron a 1973. Por poner un ejemplo próximo a nosotros, España siguió esta clase de objetivo hasta la reciente entrada de la peseta en el mecanismo cambiario del SME. Portugal y Grecia están siguiendo un objetivo de tipo de cambio ponderado.

Dos consideraciones pueden llevar a pensar que es preferible no permitir que el tipo de cambio fluctúe libremente:

- el deseo de suavizar las oscilaciones para reducir la incertidumbre, y
- la conveniencia de evitar desviaciones indeseadas del tipo de cambio respecto de la paridad de poder adquisitivo; las ventajas e inconvenientes de tales desviaciones se han señalado en el caso anterior.

La primera consideración es relativamente desdeñable; los tipos de cambio bilaterales pueden fluctuar significativamente, ya que la ponderación atenúa el impacto de esas fluctuaciones sobre el tipo ponderado.

La segunda consideración es la importante. En la mayoría de los casos, conduce a la adopción de un régimen de *crawling pegs* orientado a estabilizar el tipo real efectivo en el nivel que se considere óptimo para el país en cuestión.

En ese caso, el tipo de cambio pasa a ser neutral con respecto a los precios. En un mundo ya

no compartimentado, sin regulaciones tales como el control de cambios o el control cuantitativo sobre el crédito, que quedan prohibidas o son ineficaces, el banco central tiene escaso margen de maniobra sobre el tipo de cambio, aparte de la variación de los tipos de interés interiores. Sus intervenciones en el mercado de dinero estarán entonces guiadas por dos objetivos; a saber, las magnitudes macroeconómicas y los tipos de cambio. Aun en esa situación, existe un riesgo de conflicto entre objetivos.

### 1.3. Paridades fijas pero revisables

Pasamos ahora a un estadio más ambicioso, que contiene una rigidez adicional, en cuanto que obliga a los socios a respetar unas paridades nominales entre sus monedas. La interpretación flexible de este mecanismo consiste en abstenerse de publicar esas paridades y rodearlas de un halo; en ese caso, se convierten en bandas de fluctuación o zonas-objetivo, según el espíritu de los acuerdos del Plaza y del Louvre. El Sistema Monetario Europeo, por el contrario, representa una interpretación estricta, sobre todo para los países con márgenes de fluctuación estrechos.

Cuanto más estrechos sean los márgenes de fluctuación (como en el SME), cuantos más países haya (también como en el SME) y cuanto menos integradas estén las economías (como en las relaciones entre Europa y los Estados Unidos/Japón), mayor tendrá que ser la disciplina.

Es claro que lo que hace concebible, deseable incluso, la estabilización de los tipos de cambio es la integración y aproximación de los países miembros de

la CEE mediante la expansión de su comercio mutuo. Siempre que sea creíble, esa estabilización exige a los agentes económicos que operan en un mercado, ahora europeo, de la necesidad de idear una estrategia de cobertura contra un riesgo que no siempre pueden controlar, un riesgo que entraña un coste financiero. La integración a través del comercio no sólo hace posible la fijeza de los tipos de cambio, la hace también deseable, por el poder destructivo de las distorsiones que cualquier variación de los tipos impondría tanto sobre la economía real como sobre la tasa de inflación.

El mecanismo de márgenes estrechos del Sistema Monetario Europeo no constituye todavía un área monetaria, en la medida en que la variación de las paridades nominales, por impopular que haya llegado a ser, figura aún entre la gama de medidas posibles. Pero sí representa un proceso de aprendizaje para el área monetaria, sobre todo en el período presente, en el que los esfuerzos por espaciar más los reajustes y la mejora de la convergencia están dando una credibilidad duradera a la parrilla de paridades a los ojos del mercado.

La referencia a un tipo de cambio nominal —no efectivo y real, esto es, ponderado y deflactado— preanuncia el área monetaria por definición y por sus consecuencias para las autoridades monetarias afectadas. Cuanto más se inmoviliza el tipo de cambio nominal, más repercuten las presiones inflacionarias del interior en el tipo de cambio real. Las variaciones de este último favorecen la convergencia de los precios, pero deterioran la competitividad del país en el que este tipo real se aprecia, y viceversa. La cuestión está en descubrir

dónde se encuentra el límite tolerable para las variaciones del tipo real, más allá del cual el mercado juzgaría inevitable la revisión del objetivo y desataría la especulación. Para no llegar a ese límite, los socios están obligados a coordinar sus políticas para lograr una mayor convergencia y atraer sobre este hecho la atención del mercado, que tiende a castigar las deficiencias al respecto. Tienen un incentivo poderoso para hacerlo, debido al impacto de la deformación de los tipos de cambio deflactados sobre las economías nacionales, al modificar la demanda exterior y el índice de penetración de bienes extranjeros.

No voy a entrar aquí en el examen del carácter simétrico o asimétrico de esa coordinación más allá de señalar la distinción entre asimetría deseable e indeseable. Asimetría deseable es la que se produce cuando uno de los socios puede señalar un equilibrio económico cercano a aquél al que los otros piensan que deberían apuntar. Asimetría indeseable es la que surge de la sola dominación, como he dicho al hablar del hundimiento del sistema diseñado en Bretton Woods. Si el país dominante no es un modelo, impone a los demás las repercusiones de sus propias deficiencias. Ahora bien, en la raíz de un área monetaria yace a menudo el efecto de dominación, del tipo que existe entre un líder y sus seguidores. La idea que preside la unificación monetaria de Europa es más bien la de una sociedad o, en términos familiares para los economistas, la de una resolución cooperativa de los posibles conflictos entre los asociados.

#### 1.4. Tipos de cambio fijados irrevocablemente

La congelación jurídicamente irrevocable de las paridades y el estrechamiento de los márgenes de fluctuación son ingredientes de la definición de un área monetaria. Lo anteriormente dicho indica que esto no es una revolución, sino más bien la culminación de una serie de pasos orientados a reconstruir un sistema monetario regional, a partir del caos creado en 1973, limitado a los países ahora en vías de integración comercial. Las disciplinas son simplemente las derivadas de los estadios anteriores llevadas a su conclusión lógica.

Sin embargo, la dificultad del ejercicio ha sido subrayada, dramatizada incluso, por la formulación del célebre triángulo de incompatibilidad entre tipos de cambio fijos, descompartimentación del mercado y autonomía de la política monetaria. Pues bien, el área monetaria, contraria en sí misma a la autonomía de la política monetaria (que, de hecho, implica una libertad de los tipos de cambio a corto plazo), escapa a esta contradicción tripartita.

¿Por qué a algunos países les cuesta trabajo renunciar a su autonomía? Porque temen que la acción unitaria dentro del área les empuje a resultados contrarios a su conciencia o a sus intereses. No puede haber un área viable sin unos objetivos comunes, negociados y, después, reconocidos y aceptados. De otro modo, el área sería un barco a la deriva. Un objetivo común de inflación sirve de brújula.

La cuestión de la credibilidad de las políticas monetarias merece ser reconsiderada. La credibilidad gobierna las expectati-

vas de los operadores y, por consiguiente, la combinación de tipos de interés y de cambio reales. El nivel medio de los tipos de interés real dentro del área refleja la credibilidad global de las políticas aplicadas. Queda la cuestión de las relaciones cambiarias dentro del área. Hay quienes sostienen que un acto político solemne en el que se afirmase que las paridades serían inmutables serviría, en primer lugar, para eliminar las primas de riesgo, que ahora se reflejan dentro del SME en diferencias entre los tipos de interés real de los países miembros, y subsiguientemente, para alinear las tasas de inflación, y por lo tanto los tipos de interés nominal.

Dos comentarios acerca de esto:

- Parece como si el problema de la credibilidad subsistiera, aunque con otra naturaleza. La declaración de que los tipos de cambio son irrevocables debería, efectivamente, apaciguar a los mercados, siempre que éstos no detecten un riesgo de ruptura del área en ninguna de las políticas nacionales. Cualquier país del área que implantara medidas fiscales, sociales o de otra índole incompatibles con los objetivos comunes podría desatar tensiones muy fuertes. Los mercados pueden cambiar sus actitudes hacia las monedas flotantes progresivamente, generando deslizamientos prolongados: el dólar estuvo dos años subiendo para después caer durante otros dos. Pero entre monedas atadas por paridades fijas los mercados tienden a adoptar una actitud de todo o nada: la política es creíble o no lo es. Si no, las cosas pueden romperse. Sin embargo, los operadores sí tienen opinión en cuanto a la magnitud de la corrección necesaria.

- La señal que podría alertar a los operadores hacia esta clase de riesgo está quizá menos en la comparación de los precios al por menor que en la comparación de los costes unitarios. El aumento de éstos en un país aislado, suponiendo descartada la variabilidad del tipo de cambio, inevitablemente deteriora la competitividad de ese país, debilita su economía y expulsa factores de producción, esto es, capital invertido y población trabajadora.

Si la ruptura se produjera en ese caso, sería un acto político. Cabe imaginar dos panoramas que habría que tener en cuenta para evitar ese riesgo. O bien uno, al menos, de los países (o un grupo de países miembros que atravesasen las mismas dificultades) es apartado de la comunidad por sus socios bajo la acusación de indisciplina descarada, o bien se separa por propia iniciativa.

La primera hipótesis se refiere a un país cuya situación se aleja tanto del promedio que la fuerza de la especulación lleva a intervenir masivamente para estabilizar los tipos de cambio. En ese caso, el país o países acreedores pueden acabar por cansarse de movilizar facilidades de crédito mutuo. Si no se está dispuesto a costear la improvidencia de un socio, la expulsión parecerá una opción atractiva.

La baja voluntad de un país miembro puede ser fruto de una hostilidad del público a permanecer dentro del área, a su vez producida por tensiones políticas muy fuertes en el interior. Si presiones fuertes sobre las medidas salariales o fiscales despojan de competitividad a las empresas, sin un ajuste del tipo de cambio que la restaure siquiera de forma

temporal o engañosa, el empleo se hundirá. Esto será tanto menos importante cuanto más móvil sea la población, pero ésta es aún menos móvil entre estados que entre regiones de un mismo país.

Lógicamente, por lo tanto, no se pueden descartar los riesgos de ruptura de un área. Esto significa que la credibilidad sigue desempeñando un papel de primer orden, obligando a las autoridades macroeconómicas a mantener una vigilancia constante para garantizar que esas políticas sean congruentes con el fin deseado.

La historia contiene ejemplos de creación afortunada de áreas monetarias. En el fondo, la constitución gradual de estados modernos en Europa y América se puede ver como la formación de otras tantas áreas monetarias hasta culminar en la unificación.

A la inversa, la historia contiene ejemplos de áreas, formadas por países muy diferentes y no muy integrados, que no fueron duraderas (por ejemplo el Zollverein y la Union Latine).

## 2. Espacio-tiempo: convergencia

Las divergencias son espaciales, y sólo se pueden atenuar con el tiempo.

### 2.1. *¿Qué divergencias pueden amenazar la duración de una asociación del tipo área monetaria?*

Hemos dicho que un país contiene divergencias interiores. Por ejemplo, las tasas de inflación no son uniformes; así sucede en particular con el precio de los edificios, que no son ni móviles ni

fungibles, y todos sabemos que los centros de las ciudades expulsan a la población de renta menor, conservando únicamente a los adinerados y a las instituciones. Así, de tasas de inflación divergentes resultan desplazamientos de población. Ahora bien, éstos serán más difíciles entre los países de un área que entre las regiones de un mismo país. Además, suscitan protestas, a menudo apaciguadas mediante la asignación de fondos públicos (viviendas baratas, ayudas a la vivienda, etc.), que son una prefiguración de las transferencias estructurales intracomunitarias.

También las regiones de un país se encuentran en diferentes estadios de desarrollo. Se podría, por analogía, mantener tipos de cambio fijos entre países con diferentes niveles de vida. El Área del Franco demuestra que es posible. Pero hay que tener presente que esa área descansa sobre una firme voluntad política y un crédito mutuo. Las regiones pobres de un país siempre acaban por rebelarse contra su suerte. Por lo tanto, las disparidades de nivel de vida pueden poner en peligro la cohesión del área. Por regla general, las dificultades que pueden surgir dentro de un área, debido a disparidades de variación (tendencias de los precios) o nivel (de riqueza), serán seguramente más acusadas que entre las regiones de un mismo país. La tradición unitaria no es tan fuerte dentro del conjunto del área como dentro de cada nación. Las transferencias de población no son naturales, a despecho de las migraciones que ya está habiendo en diversas partes del mundo. La protesta, en fin, puede tomar un sesgo de nacionalismo agresivo.

2.2. Por eso es prudente no pasar por alto las divergencias y tratar de superarlas. ¿Cómo se las podría clasificar por orden de importancia?

A) Los expertos monetarios tienden a poner el centro de atención —y parece que acertadamente— en las *tasas de inflación*. Aducen muchos argumentos que subyacen al análisis de los tipos de interés real y las primas de riesgo. El sentido común, por sí solo, indica que una moneda cuyo poder adquisitivo descienda en términos relativos dejará de ser buscada, y que quedará sometida a fuertes presiones una vez que se traspase el umbral de credibilidad de las paridades existentes. La publicación de los índices de precios es la pesadilla de los administradores del mercado de dinero y de divisas. Los operadores tienden a ser nominalistas. Para un tipo de cambio fijo, únicamente aceptan diferenciales de inflación si éstos están equilibrados por brechas de rendimiento, o si esperan que el futuro sea distinto del presente.

El examen de esta cuestión dentro del marco de la Comunidad Europea ha planteado, al menos, dos tipos de dificultad. En primer lugar, problemas técnicos, de los cuales podemos dar aquí un muestrario, aunque sea sin pretensiones de resolverlos:

- ¿Dentro de qué marco temporal habría que juzgar la inflación para hacer comparaciones: el índice mensual, índices suavizados, inflación reciente o futura, etcétera?

- ¿Qué clase de índice habría que usar: precios al por menor, precios el por mayor, precios en fábrica, costes unitarios de producción o laborales, etcétera?

- ¿Cómo resolver las incongruencias que surgen entre países porque las cestas y los métodos de cálculo no son los mismos?

Si los mercados se atienen únicamente a lo que se publica, compete a las autoridades garantizar que los datos sean claros y comparables.

En segundo lugar, se ha hablado mucho de la paradoja de los mercados de divisas, que se podría formular así: cuando los operadores están convencidos de que existe la resolución de no modificar las paridades, los flujos de capital a corto plazo se guían por los diferenciales de las tasas de rendimiento nominal. No es preciso que éstas sean altas para que las monedas de los países con mayor inflación atraigan capital suficiente para estabilizar sus tipos de cambio. Dicho de otro modo, los países con inflación alta no pueden elevar sus tipos de interés lo bastante para sus necesidades de ajuste interior, porque su tipo de cambio se apreciará por encima de lo que permiten los márgenes de fluctuación.

Esta observación se ha visto temporalmente corroborada hace poco en los casos de la peseta y de la lira italiana, y nos retrotrae a lo dicho anteriormente sobre la credibilidad. Esta paradoja puede ser sólo transitoria, porque los diferenciales de inflación acumulados han de hacer dudoso por fuerza el mantenimiento de las paridades nominales a los ojos de los operadores. Lo único que cabe afirmar es que la credibilidad de las paridades frena el ritmo del ajuste interior sólo a través de los tipos de interés. En ese caso, la solución está en un reajuste de la política fiscal, o en otras medidas más estructurales,

con miras a evitar variaciones excesivas de los tipos de cambio real, que pudieran destruir repentinamente la confianza del mercado en la posibilidad de mantener esas paridades (esta es la hipótesis binaria de todo o nada a que antes aludíamos).

En conjunto, una convergencia aceptable de las tasas de inflación parece ser objetivo prioritario dentro de un área monetaria. Esto nos lleva directamente a la cuestión de hasta qué punto deberían converger las tasas de inflación nacionales. La práctica asimétrica del SME durante el periodo de alta inflación llevó a los miembros de la Comunidad participantes en el mecanismo cambiario a alinearse sobre los precios alemanes por medio de la restricción cambiaria. En otras circunstancias, se podría llegar por negociación al establecimiento de un objetivo comunitario situado entre las tasas de inflación extremas, o, por qué no, incluso por debajo de la tasa nacional menor, fijando un periodo de ajuste para cada país. La aspiración lógica podría ser la inflación cero.

B) Las disparidades de *pagos corrientes* fascinan a los medios de comunicación y preocupan a los políticos. Sin embargo, es obligado señalar que los mercados de divisas han aceptado —por lo menos, mejor de lo que se esperaba— la existencia de desequilibrios sustanciales y crecientes entre los países europeos sin que ello trastocara los tipos de cambio. El superávit alemán ha sido tan bien canalizado que el marco alemán ha parecido relativamente débil. Portugal y España, a la inversa, se han beneficiado de fuertes inversiones directas que han contribuido a fortalecer sus monedas. Pero no se debe confiar sólo en los flujos

de capital para garantizar la estabilidad de los cambios a largo plazo.

También en esto la paradoja del tipo de cambio puede crear una situación en la que el mercado no demande, para aceptar las paridades existentes, unos tipos de interés tan diferenciados que basten para reequilibrar las balanzas corrientes mediante sus efectos recesivos sobre las economías deficitarias y sus efectos expansivos sobre las excedentarias. En otras palabras, las diferencias de rendimiento que sirven para financiar los desequilibrios por cuenta corriente no son las que harían posible su corrección. También en ese caso hay que buscar el remedio en medidas no monetarias para evitar efectos acumulativos que, a la larga, los operadores juzgarán irrealistas.

C) Los *presupuestos* se pres-  
tan aún menos que las balanzas corrientes al alineamiento general sobre una cifra ideal. Hemos visto a países con déficit considerables (como la propia Alemania, en ciertos momentos, y el Benelux) mantener firmemente sujetos los precios y el tipo de cambio.

Entre otras cosas, el contenido del sector público no es homogéneo. La carga de la deuda pública, y por consiguiente la del interés conexo, varía mucho de un país a otro. Tampoco es siempre fácil determinar la relación entre déficit del sector público y saldo exterior.

Además, la tasa de ahorro del sector público, lo mismo que la del sector privado, puede variar notablemente entre los distintos países, siempre que las tendencias globales de la tasa de ahorro nacional no coloquen a ningún miembro del área en una posición de balanza de pagos tan desequilibrada que a los mercados

les resulte inaceptable a los tipos de cambio existentes.

De todos modos, el Presupuesto de la Administración central es el único instrumento discrecional que se puede emplear para compensar (o tratar de compensar) una variación autónoma de la tasa de ahorro del sector privado.

La política fiscal parece, pues, más materia de coordinación que objeto de convergencia. Aun así, ciertos países que se desalinean seriamente con el resto no pueden por menos de volver hacia el promedio si ingresan en un área. Esto se debe a que un déficit muy alto implica o bien un nivel de financiación monetaria incompatible con la estabilización del tipo de cambio, o bien una presión excesiva sobre los tipos de interés. En la propia Europa, España progresivamente, e Irlanda y Dinamarca de forma más radical, han reducido sustancialmente sus déficit públicos y la tasa de crecimiento de la deuda del sector público como porcentaje del PNB. Así que estas medidas estructurales no son impracticables si hay conciencia política de su necesidad.

Dentro de una área monetaria, además, es esencial una revisión global de las políticas fiscales para valorar el impacto del sector público agregado del área sobre sus resultados económicos, la posible gestación de presiones inflacionarias y sus saldos exteriores. Suponiendo que los mercados financieros estén lo suficientemente integrados dentro del área, y más entre sí que con los mercados exteriores a ella, un alto déficit fiscal en uno de los países del área atraerá recursos de los demás países miembros. De modo que la política fiscal de cada país es cosa que interesa a todos sus socios.

Existe un debate creciente sobre la medida en que la política fiscal sigue siendo un instrumento autóctono en manos de las autoridades nacionales (el último bastión del nacionalismo o de la soberanía, por así decirlo) o pierde toda libertad de maniobra dentro de un área. A mí esto me parece una manera equivocada de abordar la cuestión. Al igual que las restantes vías de acción del gobierno, el Presupuesto debe ser aprobado de manera que se acomode a los objetivos macroeconómicos compatibles con la cohesión del área. La adaptación de la política fiscal a un ajuste de la demanda, en consonancia con los esfuerzos tendentes a mejorar la convergencia en cuanto a presiones sobre la capacidad productiva, la inflación y la balanza corriente, no es sino una forma de coordinación, aunque tosca, debido a rigideces de procedimiento.

Este condicionante global no excluye toda posibilidad de elección. El estado que tome mejores decisiones en cuanto a asignación de sus gastos y estructura de sus ingresos, ajustando lo uno con lo otro, dará a sus ciudadanos una ventaja competitiva global. Es ahí donde puede y debe ejercerse la soberanía. Del mismo modo, una empresa sujeta al condicionante global de la competencia no sólo no queda privada de la posibilidad de hacer elecciones estratégicas, sino que está obligada imperativamente a seguir una estrategia.

Esta comparación es igualmente aplicable a la financiación de la balanza fiscal. Un área monetaria descompartimentada obliga a los estados que toman pres-  
tado en los mercados de títulos a competir en un mercado financiero integrado. Una vez alcanzado un cierto punto, es este úl-

timo el que puede obligar a un país a restaurar sus finanzas públicas.

D) Por último, hay que decir que la convergencia de los *agregados monetarios y financieros* probablemente sea un ideal inaccesible por el momento. También aquí estamos más bien ante un campo de coordinación.

Para que esta convergencia contribuya a alinear las tasas de inflación, deben darse las siguientes condiciones:

- unas economías reales tan fuertemente integradas que presenten unos resultados —por ejemplo, un crecimiento económico— uniformes;
- una convergencia satisfactoria de los precios;
- por consiguiente, tasas semejantes de crecimiento del PIB nominal y, finalmente,
- técnicas financieras, tipos de cuentas y de productos de ahorro casi idénticos, que permitan construir agregados normalizados.

Mientras el área esté en gestación, sus miembros estén separados por disparidades económicas fundamentales, los mercados financieros no estén totalmente integrados y los tipos impositivos que gravan el ahorro no sean uniformes, los agregados nacionales tendrán que seguir siendo interpretados, y habrá que ser cauteloso a la hora de comparar tasas de crecimiento global cuyos contenidos son diferentes y que no son igualmente sensibles a los fenómenos de sustitución.

Hay quien ha pensado que la base monetaria podría servir como elemento homogéneo. Eso sólo puede ocurrir con las reservas disponibles, siempre que los métodos de refinanciación de los bancos los empujen realmente a

construir reservas disponibles. Pero no sucede así en todos los países (en Francia, por ejemplo). En cuanto a la cifra total de la base monetaria, refleja esencialmente el fundamento sobre el que se calculan las reservas obligatorias, los agregados a los que se aplican los coeficientes de reserva. De modo que la comparación de bases nacionales requiere la misma cautela que la comparación de los agregados propiamente dichos.

Ahora bien, la formación de un área monetaria plantea cuestiones todavía más radicales acerca de la utilidad de coordinar los agregados monetarios, porque la fijación de los tipos de cambio y la desaparición de los controles de cambio hacen imposible regular la oferta monetaria de un país, estando la contrapartida «exterior» dictada por el mercado.

Dicho esto, no por ello se debe prohibir a las autoridades nacionales que vigilen de cerca los agregados propios de su moneda, ni que publiquen objetivos.

La acumulación de medios de pago en manos de residentes es, como la salud en opinión del doctor Knock, tranquilizadora hoy pero preocupante para mañana, suponiendo que la velocidad de circulación se mantenga estable a medio plazo. Por lo tanto, es esencial disponer de datos ciertos acerca de ellos, y sigue siendo legítimo calcular una tasa de crecimiento óptima. Dos factores complican ese ejercicio dentro de una área monetaria: primero, la transferencia de cuentas de residentes en su moneda nacional a los sistemas bancarios de otros países del área (deslocalización); segundo, la sustitución de la moneda de su país por otras monedas del área en su

carta de activos global. Es verdad que estos fenómenos se dan en todas partes entre un país y el extranjero, aunque no exista un área monetaria, siempre que los controles de cambios los permitan. Pero está claro que con tipos de cambio fijos serán más frecuentes y menos arriesgados. Estas transferencias vacían de sentido toda comparación rudimentaria entre la cantidad de dinero nacional en manos de los residentes y el PIB, como las que se suelen emplear para calcular la velocidad o la liquidez. De modo que es vital medirlas, aunque sin duda resultará difícil. Nótese que, a igualdad de otros factores, las sustituciones entre monedas dentro del área afectarán a las reservas de divisas de los países miembros, cosa que no ocurriría con deslocalizaciones sin operaciones de divisas.

La pérdida de control sobre la oferta monetaria en un país miembro por la implantación de tipos de cambio fijos es un hecho que merece ser meditado.

El estadio final, y en todos los aspectos simplificador, de la evolución de un área monetaria sería, obviamente, el abandono de estos cálculos por países en favor de la consolidación de los activos líquidos en una cantidad de dinero global para el área en su totalidad. Este ejercicio sería útil, en cualquier caso, una vez que se llegara al acuerdo inicial de constituir un área, a fin de evaluar su liquidez global, salvo que se vería impedido por la naturaleza heterogénea de los agregados de los diferentes países.

En cualquier caso, es importante desarrollar indicadores con miras a distribuir las cargas del ajuste entre los miembros del club. A pesar de estas complicaciones, un análisis crítico y normativo de las ofertas monetarias

por países sigue siendo útil para orientar la acción. Otro tanto se puede decir de las estadísticas de financiación, donde surge el mismo tipo de dificultades. Aquí, en principio, lo que hay que identificar son los créditos concedidos a residentes, bien en su propia moneda en otros países del área o bien en otra moneda del área, conversiones que serán, diríamos, práctica común al desaparecer el riesgo de cambio.

### 3. Tiempo

Dentro de un área monetaria, el tiempo es una restricción predominante para las autoridades monetarias. No se les permite depreciar el tipo de cambio, siendo éste el medio acostumbrado de que disponen para ganar tiempo, esto es, diluir un ajuste entre varios años a fin de hacerlo más aceptable para la opinión pública. De esto podemos extraer unas cuantas conclusiones: la pertenencia a un área monetaria abre via los marcos temporales de los ajustes, y la política de ajuste debe ser inmediatamente visible y creíble para sostener expectativas de estabilidad cambiaria a pesar de las señales estadísticas amenazadoras.

#### 3.1. El medio plazo

Pocos países han hablado explícitamente de estrategia a medio plazo al formular su política monetaria. Ese concepto lo ha desarrollado sobre todo el Bundesbank. Su principal utilidad estriba en que arroja luz sobre el grado de flexibilidad a corto plazo que se contempla: puede haberla mientras no impida al país en cuestión (vía efectos de acumulación, por ejemplo) revertir rápidamente a su curso a medio plazo.

Una estrategia para el medio plazo presentaría la misma utilidad para el área como conjunto.

Ofrecería una serie de ventajas adicionales:

- cimentaría la cohesión del área;
- trazaría el curso que debe seguir cada uno de los miembros para mejorar, si fuera necesario, las convergencias económicas que implica la estabilización de las relaciones cambiarias, y marcaría las etapas del camino hacia esas convergencias;
- en ese aspecto, aseguraría la credibilidad de las paridades existentes;
- exigiría, en fin, definir la posición global del área frente al resto del mundo.

La implantación de un programa explícito entre los países deseosos de crear un área monetaria estable sentaría los cimientos de una unión monetaria.

#### 3.2. La ronda anual de coordinación

Al igual que las cuentas nacionales y el Presupuesto de la Administración central, la política monetaria se centra en proyecciones y objetivos anuales.

Coordinar esas visiones del futuro cada año es un ejercicio esencial para los países que estén atados por tipos de cambio fijados irrevocablemente e interesados en evitar la tormenta antes de que se forme. Deberían atender prioritariamente a dos cosas: a cómo evoluciona el área frente al resto del mundo y a los resultados por países que sean esenciales para la cohesión del área. De modo que ésta sería una negociación orientada, por una parte, a unos resultados econó-

micos subyacentes (objetivos finales) para el área en su conjunto y, por otra, a unos resultados comparables para cada país por separado, así como a los adecuados objetivos monetarios intermedios u operacionales por países.

Este mecanismo debería, lógicamente, formar parte de la estrategia a medio plazo, si la hubiere.

#### 3.3. El plazo muy corto

La acción diaria, sobre todo en lo tocante a las tendencias de los tipos de interés, se orienta, a grandes rasgos, por las presiones que puedan surgir en el mercado de divisas. Es importante incluir un examen periódico de los datos monetarios y económicos, con miras a estimular aquellas reacciones nacionales o globales que resulten deseables ante las desviaciones respecto del curso trazado.

## II. VIGILANCIA MUTUA Y CORRECCION DE LAS DESVIACIONES

La conducción correcta de un área monetaria podría ser una escuela de ortodoxia si se aceptarían los principios y métodos arriba expuestos. La arquitectura del conjunto se debería completar con una normativa para la acción diaria, una guía de uso. Eso es algo que todo acuerdo de unión monetaria debe contener. La convertibilidad en oro y/o plata de las monedas hizo las veces de tal guía en las áreas monetarias que funcionaron antes de la primera guerra mundial. Aun entonces, sin embargo, los reflejos automáticos que eso acarrearía crearon ciertas dificultades. ¿Qué pasaría hoy?

## 1. Señales de aviso

### 1.1. Indicadores estadísticos

Las cifras que hay que observar en primer lugar son las correspondientes a los resultados económicos fundamentales seleccionados como objetivos finales. Antes hablamos de la prioridad que probablemente habría que dar a las magnitudes nominales, concretamente a los precios y los costes, y del impacto, nada desdeniable, de las balanzas de pagos y las finanzas públicas.

En segundo lugar, los datos que habría que observar son los agregados de dinero y crédito, y otras informaciones financieras. Su interpretación se complica tanto por la innovación financiera como por la extensión de los fenómenos de deslocalización y sustitución antes mencionados.

Los riesgos habituales de error brotan del conocimiento insuficiente de los plazos de reacción de la política monetaria (y lo mismo se puede decir de otros tipos de medida). Además, los mecanismos de transmisión no son exactamente idénticos en todos los países de un área. Está claro que los errores de apreciación en cuanto a retardos son particularmente peligrosos dentro de un área monetaria, donde la divergencia entre los hechos y los objetivos buscados puede socavar la credibilidad de las paridades.

Una batería de indicadores clave es vital para la vigilancia mutua, pero ello no significa que toda desviación requiera automáticamente ser corregida. Más bien debería servir como pretexto para una reflexión colectiva.

Lógicamente, si la significación subyacente de las variaciones no concuerda necesariamente con

su interpretación superficial, otro tanto se puede afirmar de la ausencia de desviaciones. El primer *shock* del petróleo, que dio paso a quince años de dificultades, se produjo en un clima de euforia general. Por la misma razón, hay que estar atentos a los riesgos apenas perceptibles de ruptura dentro de un área monetaria.

### 1.2. Gestión del tipo de cambio

Todo desequilibrio instantáneo entre la oferta y la demanda de una moneda nacional se refleja en una variación de los tipos de cambio dentro de los márgenes de fluctuación entre las monedas del área. Esos márgenes deben ser, por definición, relativamente estrechos, pues de otro modo no se trataría de un área monetaria, sino de una unión económica con relaciones cambiarias flexibles. Los desequilibrios notables necesariamente forzarán a los países miembros a intervenir bastante pronto. La experiencia del SME ha inducido a sus miembros a evitar, en lo posible, llevar el tipo de cambio al límite de sus márgenes de fluctuación. Se ha establecido así una práctica flexible de intervenciones intramarginales que, cada vez que adquieren ciertas proporciones, se acompañan de modificaciones de los tipos de interés orientadas a mantenerlas bajo control.

Los tipos de cambio (y las intervenciones que comportan) transmiten información sobre los flujos de capital —todavía no registrados estadísticamente— que se producen en el momento. Pueden indicar un desplazamiento imprevisto de las transacciones corrientes o un cambio en sus condiciones de financiación (adelantos y retardos, capital a largo plazo, capital sensible a rendi-

mientos instantáneos). Dentro de un área monetaria, es posible que se hagan todavía más volátiles, debido a la aceleración de los fenómenos de sustitución. Por eso es esencial observar continuamente los hechos. Esto es, en realidad, lo que se hace en los procedimientos de concertación del SME.

Cada banco central está obligado a mantener recursos en divisas para compensar cualquier desequilibrio entre la oferta y la demanda. Son de dos clases: sus propias reservas, junto con diversas facilidades de crédito (FMI, *swaps*), y créditos mutuos dentro del área monetaria. En teoría no habría límite a esto segundo, si se ha de creer que las paridades no serán nunca revisadas. Pero lo natural sería que en esas financiaciones mutuas hubiera grados, de suerte que con cada grado que se rebasara el país o países deudores y acreedores tuvieran un incentivo para adoptar las medidas de control apropiadas.

Así entendido, el mecanismo de créditos mutuos proporcionaría al mercado una garantía gemela, a saber, que los desequilibrios serán siempre financiados y que no se permitirá que duren indefinidamente.

Dentro de un área monetaria, un cambio en la posición exterior de un país interesa a todos los socios, ya sea porque se refleje simétricamente en su posición o porque afecte a la posición global del área frente a su entorno. De modo que siempre será materia de concertación.

Idealmente, la elección de monedas de intervención se basaría en el origen del desequilibrio observado en el mercado de divisas: las monedas de los países del área son las más apropiadas para

corregir disparidades dentro del área; la efectividad de las intervenciones será mayor en tanto éstas afecten simétricamente a dos monedas contrapuestas. Las intervenciones en terceras monedas (dólares) son más apropiadas cuando se trata de corregir un desequilibrio que afecta también a la posición exterior del área en su totalidad. Sin embargo, los desequilibrios que afectan a una moneda no llevan esa etiqueta, y hay que tomar la distinción como sólo aproximada.

## 2. La respuesta de las autoridades monetarias

### 2.1. Los instrumentos de la política monetaria

La pertenencia a un área monetaria impone particulares disciplinas o sacrificios en esta esfera.

De los instrumentos de política monetaria se pide, simultáneamente, que aseguren la cohesión entre los países miembros y que permitan a toda el área mantener la posición acordada para ésta en su conjunto frente al resto del mundo. Esas dos preocupaciones simultáneas, tomadas en cuenta en el proceso anual de diseño de objetivos coordinados, reaparecen también en los asuntos de diario, sobre todo en la gestión de los tipos de interés en el mercado de dinero. La razón es que, además de la diferenciación entre países miembros que se requiere para lograr la convergencia, y además de la elección del tipo adecuado para alcanzar objetivos interiores, existe la necesidad de reaccionar colectivamente a los acontecimientos que se producen fuera del área, por ejemplo a las tendencias económicas mundiales, al tipo de cambio del dólar, a las

políticas monetarias de los grandes bloques económicos exteriores al área, etcétera.

En la elección de técnicas empleadas también hay que tener presente que se pertenece a una comunidad. Si la ética exige no exportar los problemas propios a otros miembros del club, habría que reexaminar la lista de posibles actuaciones bajo esa óptica. Los controles directos, cuyo efecto consiste en limitar la financiación interior y sustituirla por financiación de países vecinos, ya no son aceptables, a menos que colectivamente se juzguen deseables. Siendo así, debería ser posible para las políticas monetarias apelar a mercados financieros de grados de eficiencia comparables. Este principio debería sostener una revisión crítica de las regulaciones sobre tipos de interés, sistemas de reservas obligatorias y financiación de entidades no bancarias o refinanciación de bancos a tipos fijos, o a tipos desligados de las condiciones del mercado libre.

### 2.2. Cumplir los objetivos

A corto plazo, las autoridades monetarias de un país aislado pueden arbitrar entre el tipo de cambio y los objetivos interiores, pero esto ya no es posible en un área monetaria, donde el objetivo de tipo de cambio pasa a ser prioritario. De este tema hemos hablado en el apartado 1, sección I de este artículo.

La posibilidad de cumplir continuamente objetivos intermedios de la política monetaria depende de la capacidad de fijar objetivos que sean congruentes con los tipos de cambio entre las monedas del área, así como de la ausencia de perturbaciones dañinas. Si esas condiciones no se dan, se puede, simplemente, tolerar di-

vergencias temporales respecto de los objetivos intermedios o revisar estos objetivos.

Si los objetivos intermedios y los tipos de cambio existentes fueran perfectamente congruentes, en principio se podría observar ese hecho por la ausencia de intervenciones en los mercados de divisas.

Tres consideraciones pueden empujar a los bancos centrales a intervenir:

- Para frenar la volatilidad del tipo de cambio entre los márgenes. Si esta es la única consideración, entonces lógicamente se debería reflejar en una serie de oscilaciones equilibradas a la larga, semejantes a los arbitrajes en el tiempo. En ese caso, las intervenciones pueden ser esterilizadas (es decir, pueden no acompañarse de variaciones de los tipos de interés en el mercado monetario) sin perjuicio.

- Si lo que motiva las intervenciones es la incompatibilidad entre el objetivo intermedio de un país y el mantenimiento de la paridad, habrá que revisar el objetivo, ya sea en el país correspondiente o, en dirección contraria, en los restantes países del área, o simétricamente por ambas partes. En teoría, la decisión estaría dictada por lo que se quiera conseguir globalmente para el área en cuanto a expansión del crédito y del dinero, y para las relaciones cambiarias con el mundo exterior. Las intervenciones propias de esta clase de conflicto entre objetivos interiores y exteriores no se esterilizarían.

- Por último, las intervenciones pueden seguir a una perturbación imprevista que afecte selectivamente a un solo país (de esas perturbaciones hablaremos al final de este artículo). ¿Qué sería preferible en este caso, la

intervención esterilizada (sin modificar a la vez los tipos del mercado monetario) o sin esterilizar?

Si las paridades siguen siendo creíbles, el deseo del mercado de no presionar sobre el tipo de cambio dará origen a flujos de capital equilibradores. En ese caso, las intervenciones deberían ser limitadas y, a la postre, inscribirse en la primera de las categorías mencionadas. Es permisible llevar a cabo intervenciones esterilizadas y, consiguientemente, tolerar una desviación respecto del objetivo intermedio anunciado antes de la perturbación.

Si la credibilidad es imperfecta, o queda destruida por la perturbación, o deteriorada a la larga por una desviación excesiva respecto del objetivo interior, entonces se plantea una situación de objetivos en conflicto. En ese caso, habría que abandonar la esterilización y reajustar los tipos de interés.

De modo que es esencial que cada banco central trate de comprender la causa subyacente de toda intervención.

### *2.3. Políticas no monetarias e independencia de los bancos centrales*

Sólo se pueden coordinar fuerzas que son independientes entre sí con el objeto de ordenarlas a la consecución de un objetivo común.

La creación de un área monetaria otorga a las políticas monetarias nacionales un nuevo grado de independencia frente a las autoridades legislativas y ejecutivas. Porque no puede tener dos amos, y porque está atado a los objetivos del área monetaria, el

banco central no puede, por ejemplo, verse, al mismo tiempo, obligado a ayudar automáticamente a financiar el Presupuesto de la Administración central. Así sucede, al menos, en los países que tienen normas y una tradición de monetización inmediata del déficit fiscal. Las disciplinas que se requieren para mantener paridades fijas creadas a instancias de los estados miembros son vinculantes para sus bancos centrales, y separan a éstos de aquéllos. A cambio, trasladan la soberanía a la discusión de objetivos económicos generales para el área en su conjunto.

Finalmente, corresponde a los gobiernos establecer, de acuerdo con su banco central, la combinación óptima de instrumentos de la política económica.

### **3. Flexibilidad**

Una arquitectura general sólida y una guía de uso para el trabajo diario no son enteramente suficientes para asegurar la supervivencia de un área que contenga varios países y otras tantas monedas. Los acontecimientos traen consigo perturbaciones; esto es, variaciones exógenas y autónomas de ciertos factores de la vida económica. Es importante desarrollar estrategias diferenciadas y adecuadas para absorber esas perturbaciones sin perjuicio para el área. La existencia de ésta descarta el libre recurso a la alteración del tipo de cambio como instrumento de ajuste, por lo que éste habrá de lograrse mediante la combinación de las políticas monetaria y fiscal. Vamos a ver unos cuantos ejemplos de esto.

#### *3.1. Variación autónoma de la demanda*

##### *A) Hipótesis: caída de la tasa de ahorro del sector privado.*

Esto ha ocurrido en Estados Unidos. Dentro de un área monetaria, el país afectado debe intentar contrarrestar esta caída endureciendo su política monetaria, compensándola con una elevación de la tasa de ahorro del sector público, que, según todas las probabilidades, no podrá ser inmediata.

##### *B) Hipótesis: caída de la tasa de ahorro del sector público.*

Los casos de reflación mediante aumento deliberado del déficit fiscal son abundantes en la historia. En un régimen de tipos de cambio fijos, habría que evitar este tipo de situación, porque crea condiciones de conflicto entre las políticas fiscal y monetaria aunque la segunda no tenga espacio de maniobra para sus tipos de interés. Si el mercado de divisas no demanda una elevación de los tipos de interés suficiente para elevar la tasa de ahorro del sector privado, la balanza exterior se deteriorará inevitablemente, y a la postre puede ser difícil de corregir.

##### *C) Hipótesis: alza notable de los salarios nominales sin equivalente en los restantes países miembros.*

La elevación de los costes unitarios se refleja en una menor competitividad. Tanto la teoría como la práctica recomiendan corregirla mediante la depreciación del tipo de cambio. Como esto está descartado en un área monetaria, los efectos serían:

- una elevación inmediata de la demanda, satisfecha mediante importaciones, lo que crearía pre-

siones hacia la intervención y una política monetaria más dura;

- una expulsión duradera de las empresas del país de su propio mercado, debida a la invasión de importaciones, lo que desataría una oleada de quiebras en los sectores expuestos y un aumento rápido del desempleo;
- en los sectores menos competitivos, aumento de los precios con miras a absorber la subida de los costes.

Las autoridades monetarias no tienen más remedio que responder con una subida abrupta de los tipos de interés interiores para contener la pérdida de reservas debida a las salidas de capital, que se sumaría al profundo deterioro de la balanza por cuenta corriente. En cualquier caso, la impondrían los otros países miembros que tuvieran que financiar intervenciones vía créditos mutuos entre los bancos centrales.

El recurso a la política fiscal para aliviar la política monetaria será problemático, sobre todo si el gasto público aumenta, por la elevación de los salarios de los funcionarios, en un clima hostil a un aumento paralelo de la tributación directa.

Hay dos posibles resultados (que pueden presentarse en paralelo):

- que el deterioro del mercado de trabajo se traduzca en emigración, a la vez que la inversión se va a otra parte en busca de rendimientos mayores: éste es el modo normal de ajuste regional, a través de la movilidad de los factores de producción dentro de un país unificado;
- que los asalariados abandonen sus demandas y acepten recortes salariales para salvar sus empresas, lo que equivale a vol-

ver al punto de partida, y no a través de medidas económicas del gobierno, sino restaurando el consenso entre empleadores y empleados.

### 3.2. *Variación autónoma de la oferta*

Cabría pensar que, en países que están en un mismo estadio de desarrollo (cosa que, por cierto, no se cumple exactamente en la Comunidad Europea), los diferenciales de productividad sustanciales sólo pueden ser transitorios. De todos modos, pueden surgir de muchas causas: innovación tecnológica, medidas de política social (mantenimiento de excesos de plantilla o, al contrario, reajuste general de la fuerza de trabajo), cambios organizativos (mejor utilización del equipo), etcétera.

Cuando los tipos de cambio son flexibles, y en casos de «no acomodo» (cuando la política monetaria no se desvía de su objetivo intermedio anterior), el país que consigue una ganancia de productividad experimenta un descenso de la inflación (y aun de los precios), un alza de sus tenencias reales en efectivo, una caída consiguiente de los tipos de interés y del tipo de cambio, y una subida del nivel de actividad económica, como resultado de la mayor competitividad, que en fecha posterior puede disparar la inflación. Sus socios están en la situación contraria.

En un sistema de tipos de cambio fijos, para evitar tensiones, este país tendría, en teoría, que recortar sus objetivos monetarios, adaptándolos a las necesidades de financiación de las empresas, que se habrán reducido al ser éstas más rentables. De no hacerlo, se arriesgaría a un recalentamiento.

Esta visión es ligeramente mecanicista. Puede ocurrir que el mejor clima empresarial origine fenómenos positivos, como sería una recuperación de la inversión, que el mercado de divisas vería con confianza durante cierto tiempo.

Un país en el que la productividad descende se encuentra en una situación simétrica (de hecho, en la situación en que se encuentran los socios del país precedente), con costes en alza, presiones inflacionarias, pérdida de cuotas de mercado y elevación de los tipos de interés ligada —suponiendo que los objetivos monetarios no varien— a la demanda de crédito.

En este panorama, la vuelta al equilibrio para cada país tiende a hacerse a través de los tipos de interés. El riesgo de una mayor inflación en la unión como conjunto se puede eludir si el país cuya productividad está creciendo más deprisa no se limita a ratificar sin más lo que ha pasado a ser una creación de dinero excesiva. Este es un ejemplo de situación que exige una coordinación estrecha de los objetivos monetarios.

### 3.3. *Perturbación exterior*

Las variaciones del precio del petróleo —o de otros materiales—, o del tipo de cambio del dólar, son perturbaciones que todos hemos experimentado. Ciertos efectos exigen una respuesta global del área monetaria: el coste mayor (o menor) lo soportan todos, la depreciación (o apreciación) colectiva de los tipos de cambio con el dólar, también. Pero no todos los países están igualmente expuestos a esos efectos: la sensibilidad de sus precios depende de la cantidad de energía que consuman, mientras que la de sus balanzas corrientes re-

fleja su grado de dependencia. Por lo tanto, para restaurar la convergencia, habría que diferenciar correspondientemente las políticas de ajuste.

Además, no todas las monedas de un área monetaria están igualmente expuestas a los flujos de capital hacia o desde determinada moneda de reserva exterior. Esta situación es clara en el caso del SME, a causa del carácter de moneda de reserva de segunda clase que tiene el marco alemán. En principio, debería dejar de existir entre monedas ligadas por una paridad irrevocable, que las haría más sustituibles.

\* \* \*

Un área monetaria definida por paridades fijadas de forma muy duradera parece, pues, estar cargada de restricciones. A este respecto, exige que se mantengan, entre otras, dos condiciones:

- que las desviaciones se corrijan con prontitud y energía para evitar el deterioro de la credibilidad y la acumulación explosiva de divergencias;
- que haya una cohesión firme entre los centros de decisión.

Ciertamente, es más difícil administrar una constelación de monedas bajo un régimen de tipos de cambio fijos que administrar una moneda común, que sería el estadio final de la evolución positiva de un área monetaria estable. Pero el uso de una única moneda presupone o bien un alto nivel de armonización de las normas económicas fundamentales en los diversos países participantes, o bien un alto nivel de movilidad de los factores de producción.

De ahí que valga la pena soportar las condiciones de una vuelta a las paridades fijas, al menos sobre una base regional.

#### NOTA

(\*) Este artículo procede de una comunicación que fue presentada: en francés, en la 11.ª Reunión de la Banque de France y la Universidad, celebrada en París los días 29 y 30 de noviembre y 1 de diciembre de 1989; en inglés, ante la Conferencia de la CEEA celebrada en Francfort del 22 al 24 de febrero de 1990.

Traducción, del inglés, de María Luisa Balteiro.