



Universidad de Navarra

Documento de Investigación

DI nº 252

Septiembre, 1993

¿SE PUEDE MEJORAR EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO?

Antonio Argandoña*

* Profesor de Economía, IESE

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km. 5,180 – 28023 Madrid. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 1993 IESE Business School.

¿SE PUEDE MEJORAR EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO?

Resumen

El Sistema Monetario Europeo (SME) está en crisis. Después de cinco largos años de estabilidad cambiaria, ha entrado en una fase de convulsiones especulativas e incertidumbre que ha llevado a teóricos y políticos a preguntarse si es posible salvarlo, si vale la pena hacerlo, y qué hay que hacer para conseguirlo.

Hay muchos expertos estudiando cómo se puede corregir el SME. El propósito de este trabajo no es añadir nuevas propuestas a las suyas, sino estudiar si puede funcionar y en qué condiciones. La conclusión a que se llega es que es posible, pero bajo condiciones muy restrictivas y “caras”, en términos de coordinación de políticas económicas. Lo cual, teniendo en cuenta que el SME es esencialmente inestable –y que conviene que lo sea, al menos para la peseta, en las actuales condiciones de la economía española–, nos lleva a la conclusión de que no vale la pena intentar salvarlo a toda costa, aunque sí puede ser bueno mejorarlo.

Este artículo repasa, pues, los problemas planteados, en un intento de precisar, del modo más completo posible, las condiciones que harían viable el SME, tal como lo conocemos ahora, y algunas de las alternativas sugeridas. La conclusión principal es que es posible un funcionamiento estable del SME, pero bajo condiciones bastante estrictas, que es difícil que los gobiernos nacionales puedan cumplir suficientemente. El problema principal no está, probablemente, en la especulación que se genera en un mundo sin controles de capitales, sino en el mantenimiento de la credibilidad de las políticas –y, en definitiva, en *la compatibilidad de la estabilidad del tipo de cambio nominal a corto plazo con la del tipo real a largo: la convergencia real* de que tanto se habló poco después de los Acuerdos de Maastricht (diciembre de 1991).

¿SE PUEDE MEJORAR EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO?

Los objetivos del SME

El objetivo declarado del mecanismo de tipos de cambio (MTC) del Sistema Monetario Europeo (SME) es *la estabilización del tipo de cambio nominal* de las monedas de sus miembros entre sí y respecto del ecu (con el grado de flexibilidad que proporciona la banda de oscilación permitida, del 2,25 o del 6%, según los casos). Pero, ¿para qué se desea esa estabilidad del tipo de cambio nominal?

Se supone que, principalmente, para facilitar el comercio dentro de la Comunidad Europea (CE) –*one market, one money*–, así como para conseguir los restantes objetivos de la integración. En este sentido, el SME es sólo una etapa de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Y, sin embargo, la estabilidad del tipo de cambio nominal a corto plazo (estabilidad de alta frecuencia) puede ser relativamente poco relevante para el comercio, pues los mercados de bienes y servicios se defienden bien de las oscilaciones cambiarias a corto. En cambio, es mucho más relevante la estabilidad a largo plazo (estabilidad de baja frecuencia): unos tipos de cambio que se mantengan durante períodos prolongados fuera de sus determinantes fundamentales (*misalignments*) afectan negativamente a la competitividad, la estructura productiva y los costes de ajuste de la economía. Pero esta estabilidad a largo plazo se refiere al tipo de cambio real, no al nominal.

El comercio intracomunitario –el Mercado Único– establece, pues, una *condición implícita* adicional al MTC: se trata de *conseguir la estabilidad del tipo de cambio nominal a corto plazo como condición para la estabilidad del tipo de cambio real a largo plazo*, que es lo verdaderamente relevante para el sector productivo. Si la pertenencia al MTC no garantiza el razonable mantenimiento de la competitividad real, el incentivo para abandonarlo será elevado (como muestran los ejemplos de Italia y Reino Unido, en septiembre de 1992) –y aunque el país afectado no tenga interés en abandonar el MTC, el mercado puede entenderlo así.

A la vista de lo anterior, podría parecer razonable fijar como objetivo del MTC el mantenimiento de la competitividad real a largo plazo (o sea, la estabilidad del tipo de cambio real) a través de la estabilidad a corto plazo del tipo de cambio nominal –y esto sería lo que esperaríamos oír un industrial o un comerciante. Y, sin embargo, no es éste el objetivo principal, sino el establecido más arriba: la estabilidad del tipo de cambio nominal. El SME proporciona un *ancla nominal* a los Estados miembros, mediante la estabilización de su tipo de cambio nominal¹.

¹ Lo que está en juego no es todo el SME, sino sólo el MTC: el compromiso de mantener los tipos de cambio nominales dentro de una banda, y las condiciones para que se pueda revisar dicho tipo de cambio o paridad central.

Esto es así debido a que el tipo de cambio tiene otra dimensión, además de la comercial, ya señalada: la financiera. *Y desde el punto de vista financiero, lo relevante es la estabilidad del tipo de cambio nominal, no real.* En efecto, al intermediario financiero alemán que planea traer sus fondos a España para beneficiarse de un diferencial de tipos de interés, le preocupa la posibilidad de que, a la hora de repatriar sus fondos, la peseta se haya depreciado respecto del marco, pero no le preocupa la posible pérdida de competitividad de las exportaciones españolas. Por tanto, la estabilidad del tipo de cambio nominal tiene por objeto crear unas expectativas de que esa estabilidad se mantendrá en el tiempo, introduciendo argumentos de *disciplina* o de *credibilidad* en la política económica de los Estados miembros².

Todo lo anterior nos permite identificar la causa última de los problemas del MTC del SME. Estamos ante un sistema que busca la estabilidad a corto plazo de los tipos de cambio nominales, esperando con ello conseguir –o, al menos, no impedir– la estabilidad a largo plazo de los tipos de cambios reales –o, mejor, con la condición implícita de que la estabilidad real se consiga al mismo tiempo que la nominal. Pero sólo puede conseguir ambos resultados bajo ciertas condiciones. Es importante, pues, explicitar esas condiciones, que determinarán si en alguna ocasión hay que sacrificar los objetivos comerciales a los financieros –la estabilidad real a la nominal–, o viceversa.

Sin olvidar que hay todavía otro problema de mayor envergadura: si el objetivo primario es la estabilidad del tipo de cambio nominal, el MTC, tal como está diseñado, *no puede garantizarla a largo plazo*, porque sólo hay dos sistemas definitivamente estables: los tipos de cambio flexibles y los tipos de cambio irrevocablemente fijos (la moneda única)³. La razón es ya bien conocida: si existe la expectativa, aunque sea remota, de una depreciación de una moneda respecto de otra, los tipos de interés no podrán ser idénticos, y quedará siempre abierta la puerta a un potencial asalto especulativo, que, en condiciones de libertad plena de movimientos de capitales, es probable que tenga éxito. Por tanto, el SME no puede garantizar, en ningún caso, una estabilidad nominal duradera. Y la razón última está en la condición implícita señalada antes: la posible inestabilidad del tipo de cambio real.

Cómo lograr la cuadratura del círculo

¿Es posible conseguir razonablemente ambos objetivos, a saber, la estabilidad del tipo de cambio nominal y el real? La evidencia empírica muestra que, aun con libertad plena de movimientos de capitales, es posible, pero bajo ciertas condiciones muy restrictivas⁴:

1. *Compromiso firme de mantener el tipo de cambio nominal* establecido (con el margen señalado en la banda). Ese compromiso puede ser formal –la pertenencia al MTC del SME, por ejemplo–, o no –como muestra la estabilidad *de facto* del chelín austriaco respecto del marco alemán.

² Además de las razones dadas en el texto para una política de fijación del tipo de cambio nominal –el ancla nominal y los objetivos reales–, hay una tercera razón: al establecer un mecanismo político de discusión y aprobación de las realineaciones de paridades, *se evitan las conductas no cooperativas* (devaluaciones competitivas). En lo que sigue no discutiremos esta tercera razón para el SME, que nos parece no afecta a nuestro problema. Conviene señalar, sin embargo, que la existencia del SME no garantiza la actitud cooperativa dentro de la CE (por ejemplo, cuando Alemania traslada al resto de Estados miembros la deflación impuesta por la unificación, o cuando Francia veta el acuerdo comercial con el GATT, o cuando Alemania llega a acuerdos comerciales con Estados Unidos fuera de las conversaciones mantenidas por la CE, etc.). Estas actitudes no cooperativas deben haber influido en la incertidumbre y en la especulación que reflejan los mercados, así como en el rechazo popular al Tratado de Maastricht.

³ Ningún sistema es irrevocable, y ahí tenemos a checos y eslovacos separando sus monedas después de décadas de Unión Monetaria.

⁴ Estas condiciones están inspiradas en W. Max Corden, «Exchange rate policies for developing countries», *Economic Journal*, 103, enero de 1993.

2. *Coordinar la política monetaria con la del país cuya moneda se utiliza como ancla o referencia* (el marco, en el SME). Ello implica, a corto plazo, dejar que los tipos de interés se muevan a la par con los del país de referencia, con la esperanza de que esto llevará, a largo plazo, a la consecución de una tasa de inflación suficientemente próxima a la del país de referencia como para que no se produzca una pérdida de competitividad sensible que ponga en peligro el objetivo real. Igualmente implica absorber las perturbaciones monetarias del país de moneda ancla (y una parte no despreciable de las perturbaciones que sufran los demás países socios).
3. *El compromiso debe ser creíble para los mercados financieros*. Ello implica, por ejemplo, disponer de un volumen de reservas suficiente para intervenir en los mercados de divisas (y/o de un volumen de crédito exterior suficiente para ese fin), y la voluntad explícita de recurrir a esas intervenciones cuando sea necesario.
4. *Las demás políticas deben ser compatibles con la política monetaria y cambiaria* –lo que es otra forma de credibilidad. En concreto, la cuantía y financiación de los déficit públicos y el volumen de deuda pública viva no deben provocar expectativas de monetización futura de dicha deuda o desajustes en la estructura de tipos de interés que hagan inviable la estabilidad de los tipos de cambio.
5. Asimismo, *la política debe ser creíble desde el mercado de trabajo* –es decir, el crecimiento salarial (o mejor, el de todos los costes laborales) debe ser compatible con una tasa de inflación similar a la del país de moneda ancla. De otro modo se puede originar una apreciación real que reduzca la competitividad y genere una crisis de confianza.
6. Finalmente, *la economía debe estar en condiciones de llevar a cabo ajustes reales para mantener la competitividad externa*. Si, por ejemplo, se produce un *shock* negativo de productividad o un aumento del desempleo, el mercado de trabajo debe reaccionar reduciendo los salarios nominales para volver al equilibrio (la reducción de los salarios reales vía aumento de precios queda excluida por las condiciones señaladas antes). Del mismo modo, los salarios no deben estar indiciados, de modo que los *shocks* reales no den lugar a apreciaciones reales prolongadas.

Estas condiciones son necesarias para todos los Estados miembros del sistema, aunque no tienen por qué darse todas al mismo tiempo. Pero, además, *pueden no ser suficientes* si, en un mundo con libertad de movimientos de capitales, se producen movimientos especulativos.

Los determinantes del tipo de cambio

La dualidad del problema considerado –el aspecto nominal y real del tipo de cambio que se trata de mantener estable– lleva, en definitiva, a una regla práctica: mantener el tipo de cambio nominal *sin intentar defenderlo a un nivel indefendible* (como los episodios de devaluación de la peseta en septiembre y noviembre de 1992 y mayo de 1993 muestran claramente).

Pero, ¿qué es un tipo de cambio indefendible? O mejor, ¿cuál es el tipo de cambio correcto o “de equilibrio”? El problema es que no tenemos respuesta precisa a esta pregunta. La observación de los determinantes fundamentales del tipo de cambio (*fundamentals*) nos lleva, en primer lugar, a la paridad del poder adquisitivo. Ahora bien, la evidencia empírica no sustenta, ni a corto ni a largo plazo, el mantenimiento de esa paridad (lo que resulta lógico, si tenemos en cuenta el problema de los bienes no comercializables, los cambios en la estructura productiva, los costes de transporte, los impuestos, etc.). Lo que no obsta para que el mercado sea consciente a menudo de que un determinado tipo de cambio nominal *no* es de

“equilibrio”, por la apreciación real que lleva consigo (y de nuevo la peseta en 1992 vuelve a servir de ejemplo).

Es más probable que el tipo de cambio sostenible sea aquel que mantenga en equilibrio (al menos aproximado o tendencial) a largo plazo la balanza por cuenta corriente. O, si se prefiere, la balanza básica, esto es, la balanza por cuenta corriente más la de capitales “normales” a largo plazo, como inversiones extranjeras netas y quizás algunos créditos a largo plazo –aunque esto plantea el problema empírico de identificar qué movimientos de capitales son “normales” o sostenibles a largo plazo. Pero esto tampoco es una respuesta suficientemente precisa. ¿Admite el mercado un saldo estable de la balanza corriente o de la balanza básica en cualquier condición de desempleo, crecimiento, competitividad, etc.? ¿Cuál es el déficit corriente “sostenible”? ¿Es el mismo en situaciones de auge o recesión, interior o exterior? ¿Cuántos años puede durar un déficit sin que acabe considerándose excesivo?

No sabemos, pues, cuál es el tipo de cambio nominal de “equilibrio” o sostenible a largo plazo. Pero, ¿tenemos, al menos, una idea de por dónde no debe estar dicho tipo de cambio de equilibrio? A la vista de la experiencia española de 1992-1993, podemos decir que el mercado “sabía” que la peseta estaba fuera de su senda sostenible. Y, sin embargo, no parece que el mercado estuviese muy preocupado por esto en los primeros meses de 1992 –pero sí a partir del verano. ¿Por qué?

El problema radica en que *los tipos de cambio a corto plazo no se mueven por los factores “fundamentales”* (cantidad de dinero, déficit público, inflación relativa, crecimiento de la productividad, ventajas comparativas, etc.), sino por el diferencial de tipos de interés a corto plazo, o mejor, por una combinación de rendimiento y de “confianza” o “expectativas”, que sólo de manera imprecisa y remota se relacionan con los determinantes fundamentales. Hay, pues, *un cierto margen para que los tipos de cambio se muevan, a corto plazo (un corto plazo que puede durar varios años), fuera de su “equilibrio” a largo plazo* –sea cual sea dicho equilibrio.

Pero la confianza no es algo objetivo, sino fruto de lo que “los demás” esperan; por tanto, *una crisis de confianza puede surgir en cualquier momento*, sin apoyo en los determinantes fundamentales. De todos modos, *es improbable que sujetos racionales que utilizan correctamente la información disponible generen ataques especulativos infundados o arbitrarios contra monedas sólidas*. Y el caso del franco francés en 1992-1993 puede servir de ejemplo: es verdad que, de acuerdo con algunos indicadores, el franco no debía temer una depreciación, pero otros trabajaban en su contra. Por ejemplo, la pérdida de competitividad resultante para Francia de las devaluaciones de Italia, Reino Unido, España, Irlanda y Portugal (y, fuera del SME, de las monedas nórdicas). O la contradicción que suponían unos tipos de interés altos para un país a las puertas de una depresión, con alto desempleo, y sin ninguna razón objetiva para mantener esos tipos (ya que su tasa de inflación era baja y su saldo exterior le era favorable). El ataque especulativo contra el franco era, pues, lógico –y, de hecho sólo cesó cuando el nuevo gobierno adoptó formalmente e hizo creíbles las medidas deflacionistas que meses atrás los mercados calificaban de no razonables.

En todo caso, y precisamente por aquella razón de confianza, *es posible sostener una moneda durante bastante tiempo fuera de su senda de equilibrio* –y la historia del MTC es un ejemplo vivo–, mediante altos tipos de interés, intervenciones esterilizadas (que vuelven a ser eficaces, si tenemos en cuenta a los estudios empíricos recientes), anuncios de políticas, declaraciones de intenciones, etc. Y esto es, precisamente, lo que los gobiernos intentan, como si los determinantes fundamentales ya no contasen. Y cuentan –aunque no a corto plazo.

No resulta fácil resumir estas consideraciones sobre el tipo de cambio nominal sostenible, pero quizá podríamos intentar hacerlo en unas pocas frases, que tienen más de hipótesis que de verdad comprobada:

1. *El tipo de cambio nominal no se fija, a corto plazo, de acuerdo con sus determinantes fundamentales, pero es muy difícil mantenerlo indefinidamente fuera de los mismos.*
2. Por tanto, la autoridad monetaria puede –y debe– estimar, mediante indicadores como el diferencial de inflación, el de costes laborales, el de productividad, el saldo de la balanza por cuenta corriente, etc., *cuándo su moneda puede estar fuera de su valor de equilibrio* (valor que, por otro lado, no conoce); en tal caso, debe intentar volver a una situación más próxima a ese equilibrio, sin dejar que la situación se agrave (como ocurrió con los desequilibrios del MTC acumulados en el SME desde 1987 hasta 1992, o con la apreciación real de la peseta desde 1985). Y si algún experto dentro del banco central tiene dudas sobre si un tipo de cambio puede ser duradero o no, el mercado las tendrá también.
3. En todo caso, *no se debe intentar sostener un tipo de cambio insostenible.*
4. *El hecho de que una moneda se mantenga fuera de su precio de equilibrio durante un período incluso muy largo no es una garantía de que seguirá en esa situación* (así, la peseta, 1985-1992). Tampoco lo es el que algunos indicadores sugieren que la moneda no debe apreciarse o depreciarse, si otros operan en sentido contrario.
5. Pero también *parece lógico intentar sostener una moneda que, a un tipo de cambio razonablemente próximo al de equilibrio, es objeto de un ataque especulativo.* Esto último se justifica por la misma razón por la que hay que devaluar una moneda realmente apreciada: para evitar un *misalignment* duradero, que produciría efectos reales perturbadores.

Implicaciones para las políticas económicas

A la vista de lo anterior, parece lógico concluir que, aunque el tipo de cambio se mueva a corto plazo por factores distintos de sus determinantes fundamentales, a la larga está siempre sujeto a ellos. Ello nos obliga a profundizar en las condiciones que deben reunir las distintas políticas para que la estabilidad nominal sea posible.

1. Política monetaria

La política monetaria debe dirigirse al mantenimiento del tipo de cambio dentro de la banda.

Teóricamente, cabe una cierta libertad en el manejo de dicha política, permitiendo que el tipo de cambio se desplace dentro de la banda. Pero si la moneda está fuera de su valor de “equilibrio”, ese margen se reduce sustancialmente, ya que movimientos incluso pequeños dentro de la banda pueden llevar a pensar que el tipo de cambio ha dejado de ser sostenible, o que las autoridades monetarias están intentando preparar una realineación de paridades, o que el mercado está empezando a abandonar esa moneda –y lo ocurrido con la peseta en varias ocasiones en los años recientes abonan esa hipótesis.

La existencia de *perturbaciones simétricas* (que afectan a todos los países del SME) exige una reacción similar en todos ellos. En la práctica, esto significa *aceptar las perturbaciones que afectan al país que elabora la política monetaria del grupo* (Alemania). De ahí que los miembros del SME se hayan visto afectados por los efectos de la unificación alemana, efectos que han compartido todos (excepto los que abandonaron el MTC y, tardía y parcialmente, los que devaluaron). La teoría aconseja, en efecto, proceder a depreciaciones o apreciaciones nominales, para conseguir sus correspondientes efectos reales, cuando *la perturbación es asimétrica*; pero el margen para hacerlo dentro del MTC es reducido (el de la

banda), y, como hemos señalado, no siempre se practica (de hecho, Alemania no revaluó en su día el marco, como aconsejaba la ortodoxia cambiaria).

Este tratamiento de las perturbaciones es relevante porque *afecta a la credibilidad de la política monetaria* y, por tanto, del tipo de cambio. Los ataques especulativos contra monedas fuertes, como el franco francés en el último año, se han debido precisamente a no haberse cumplido esa regla del ajuste a los *shocks* asimétricos: al trasladar Alemania a Francia una carga deflacionista excesiva, el mercado interpretó, razonablemente, que Francia no podía, no quería o no debía asumirla, y que, por tanto, el franco debía devaluarse (y, de hecho, las presiones no desaparecieron hasta que el nuevo gobierno francés asumió como propia, consciente y voluntariamente, la deflación que Alemania le imponía).

2. Política fiscal

La política fiscal debe coordinarse con la monetaria, de modo que ésta sea creíble. No tenemos una idea muy precisa de en qué consiste esa coordinación, aunque sabemos que un déficit público bajo y financiado mediante la emisión de deuda de modo que permita mantener estable y baja la proporción deuda pública/PIB, es una forma de coordinación que los mercados entienden y aceptan. Pero es mucho más difícil precisar si un déficit público elevado y una proporción de deuda creciente son o no compatibles con una política monetaria dirigida a mantener estable el tipo de cambio.

Probablemente, el criterio principal para determinar si el déficit público o el crecimiento de la deuda pública son compatibles o no con la estabilidad del tipo de cambio es el de si afectan o no a la credibilidad de la política monetaria:

1. *Porque incentiven al gobierno a practicar expansiones monetarias por sorpresa*, lo que puede ocurrir cuando el volumen de deuda es elevado y se ha financiado con tipos de interés nominales fijos⁵.
2. Porque lleven a un *crowding out* o desplazamiento del gasto privado (inversión o exportaciones, principalmente) insostenible a largo plazo.
3. Porque la estructura impositiva sea tal que exija un recurso elevado al *impuesto inflacionario*. Es verdad que, con tasas de inflación como las vigentes en España en años recientes, la recaudación debida a impuestos debe ser baja; pero en un momento de caída de los ingresos procedentes de los restantes impuestos, el renunciar también al inflacionario puede notarse en las cuentas públicas (y probablemente algo de esto ocurre en España en estos momentos).
4. Porque *la estructura de tipos de interés sea inadecuada*. Por ejemplo, la expectativa de tener que financiar en el futuro déficits públicos elevados llevará a tipos de interés a medio y largo plazo relativamente altos. Y un diferencial de intereses más amplio a largo plazo lleva consigo una mayor expectativa de depreciación de la moneda a medio y largo plazo, que puede poner en peligro la estabilidad de su tipo de cambio a corto.

⁵ Pero si el público conocía esa probabilidad, el tipo de interés nominal incluiría ya la expectativa de inflación; en ese caso, la ganancia del gobierno al provocar la inflación es menor (pero también sufre un coste, en forma de tipos de interés elevados, si no la provoca).

3. Política salarial

El nivel de salarios y su variación deben también acompañarse a las necesidades de la política cambiaria. Ya señalamos que el mercado de trabajo debe ser suficientemente flexible como para permitir el ajuste de los salarios nominales a posibles perturbaciones reales. Y hay también una segunda razón que desaconseja la indiciación elevada de los salarios nominales: dado que ésta frustra los resultados de una depreciación nominal, puede llevar a intentar sostener el tipo de cambio en un nivel insostenible (y parece que algo de esto ocurrió en nuestro país en los años recientes).

4. Otras políticas

También las restantes políticas pueden ser relevantes en algunos casos. Si, por ejemplo, España sufre una perturbación que afecta a su balanza de pagos, y puede usar la política comercial (restricciones a la importación) para paliarla, el mercado esperará, probablemente, que la peseta no se deprecie como consecuencia de aquella perturbación, al menos durante un tiempo. Con todo, en el entorno liberalizado y desregulado del Mercado Unico, este tipo de consideraciones es poco relevante.

5. La realineación de paridades

La realineación de los tipos de cambio nominales sigue siendo un arma de política a la que habrá que acudir cuando haga falta, bien porque la política monetaria se dedicó a objetivos distintos de los cambiarios, o porque la política fiscal redujo la credibilidad del tipo de cambio, o cuando resulta necesario el recurso al impuesto inflacionario, o porque se están agotando las reservas, o porque el gobierno no desea seguir sosteniendo la moneda, o cuando se producen perturbaciones asimétricas (como un aumento de los costes laborales relativos o una caída de la productividad), etc.

El objeto de esta medida es doble: de un lado, *corregir un tipo de cambio fuera de su valor sostenible* (corregir un *misalignment*), lo que permite recuperar la competitividad perdida; de otro, *volver a condiciones estables en el mercado de cambios* que permitan reconducir las políticas hacia el mantenimiento de un tipo de cambio nominal estable. Lo primero es una necesidad (que el mercado se encarga de exigir, como ocurrió con la peseta en 1992-1993). Lo segundo puede no cumplirse, de modo que la moneda se mantenga en una situación de incertidumbre, con altas primas de riesgo (alto diferencial de intereses) y sometida a ataques especulativos (y algo de esto debió ocurrir también en la economía española, sobre todo al acercarse las elecciones generales de junio de 1993). La recuperación de la credibilidad de un tipo de cambio exige corregir los defectos de fondo y volver a poner a la economía en una senda de crecimiento estable y sostenido.

Las soluciones para el SME

A la vista de lo anterior, ¿qué recomendaciones se pueden dar para la continuidad del SME?

1. Coordinación de políticas

Un primer bloque de medidas iría dirigido a *hacerlo viable*. Tarea nada fácil, como ya hemos explicado, porque exigiría cumplir, por parte de los Estados miembros, las siguientes condiciones:

1. *Un compromiso firme de mantener el tipo de cambio nominal* de su moneda con el ecu (y, por tanto, con el resto de monedas del MTC).
2. *La práctica de una política monetaria dirigida al mantenimiento de dicho tipo de cambio* (con un cierto margen de libertad, jugando con los desplazamientos dentro de la banda, si esos desplazamientos no provocan especulación).
3. *El compromiso firme con esa política*: por ejemplo, reaccionando a las señales del indicador de divergencia⁶.
4. *Esa política debe ser creíble*, por estar de acuerdo con la situación económica del país y sus objetivos de política. De nada sirve elevar el tipo de interés interbancario al 100% si el mercado sabe que ese nivel es insostenible.
5. *Disponer de un volumen suficiente de reservas (y/o de crédito a corto plazo)*, y estar dispuesto a utilizarlas interviniendo en el mercado de divisas cuando sea necesario (y, en su caso, que los demás bancos centrales comunitarios estén dispuestos a brindar su apoyo sin restricciones).
6. *Aceptar las perturbaciones comunes a todos los países del SME*.
7. *Aceptar las perturbaciones específicas del país líder*, cuando éste no las corrige mediante una variación de su tipo de cambio (aun así, esa aceptación puede generar pérdidas de confianza).
8. *Estar dispuesto a corregir, mediante medidas reales, las perturbaciones específicas del propio país*, sin modificar el tipo de cambio (por ejemplo, mediante una caída de salarios nominales). Esto, obviamente, es muy comprometido para la credibilidad del SME.
9. *Presentar unos niveles de déficit público y deuda compatibles con la credibilidad en la política monetaria practicada*. O, alternativamente, emitir señales claras de que no se monetizará ese déficit (por ejemplo, por la independencia del banco central, o por el anuncio de una reforma fiscal). Esto afecta, como ya señalamos, a la renuncia al uso del impuesto inflacionario, a la estructura de tipos de interés resultante de la financiación del déficit público, a la cuantía del “crowding out” que el sector público imponga al privado, etc.

⁶ La libra estuvo más allá del 75% de la banda desde mediados de agosto de 1992, sin tomar medidas serias para recuperar una posición más estable. Pero, en sentido contrario, la peseta ocupó una posición claramente estable hasta un día antes de la devaluación de septiembre de 1992.

10. *La evolución de los costes productivos debe ser compatible con la de la inflación* señalada por el país de moneda ancla. Esto afecta principalmente a la evolución de los costes laborales (teniendo en cuenta la productividad), pero también a otras facetas del mercado de trabajo, como la movilidad de la mano de obra en respuesta a posibles perturbaciones internas, o la disposición a repercutir dichas perturbaciones sobre el nivel de vida de la población (moderación salarial), etc.
11. Todo ello, *manteniendo una evolución razonable de la competitividad de la economía a largo plazo*. En definitiva, si el mantenimiento del tipo de cambio nominal no es compatible con el del tipo de cambio real, la política cambiaría perderá credibilidad. Y el mantenimiento de esa competitividad depende, a su vez, de una gama de variables y políticas. Primero, la monetaria, que debe conseguir la reducción del diferencial de inflación⁷. Pero también las políticas estructurales y de crecimiento, que garanticen una evolución de la productividad compatible con la del resto de socios del SME, ajustando los salarios nominales, si procede, y adaptando la estructura productiva a los cambios en la demanda, costes y tecnología.

En resumen, el MTC puede funcionar razonablemente bien si se da la compleja coordinación de políticas aquí esbozada. En este sentido, puede ser útil la *institucionalización de esa coordinación*, mediante reuniones periódicas de los responsables de las políticas económicas, intercambio de información, consultas, etc. Y también *medidas más claras de intervención y corrección* (quizás en la línea de los indicadores de divergencia).

Claro que un gobierno que siga al pie de la letra los consejos anteriores tendrá muy poco margen para hacer otras cosas (al menos con la política monetaria). El problema es, pues, una variante de la vieja cuestión planteada por Tinbergen: con un instrumento se puede conseguir un solo resultado. Y las dificultades surgen cuando el gobierno no entiende o no acepta esto y desea conseguir más fines de los que puede conseguir con los medios de que dispone.

2. Reducir la especulación

El segundo bloque de medidas que se han propuesto pretende reducir la incidencia de la especulación que en un momento determinado puede atacar una moneda:

1. *La ampliación de las bandas* (quizá de modo asimétrico), o hacerlas “*móviles*” o “*elásticas*”. De este modo se aplaza la expectativa de una devaluación formal –aunque al coste de perder, de hecho, la estabilidad nominal del tipo de cambio.
2. *Aumentar los medios para la intervención* en apoyo de una moneda. Se ha dicho que es imposible, para un banco central, y aun para el conjunto de bancos centrales del SME, detener el volumen potencial de especulación, pero esto no es verdad: si el Bundesbank está dispuesto a comprar pesetas *sin límite*, creando marcos, puede hacer

⁷ Para que el tipo de cambio sea sostenible a largo plazo no basta que la tasa de inflación actual se haya alineado respecto de la de los demás países del SME, sino que debe corregir la pérdida de competitividad acumulada en el pasado. Esto podría conseguirse, teóricamente, con una devaluación de una sola vez “en el último momento”, una vez alcanzada la paridad de tasas de inflación; pero esa devaluación volvería a cambiar los costes, los precios relativos, las expectativas y las reacciones de los agentes económicos (y, si es previsible, llevaría a especulación contra la moneda precisamente cuando ésta está a punto de alcanzar su estabilidad definitiva). La otra alternativa es una deflación mayor y más larga, que compense la competitividad perdida con ganancias de competitividad durante unos años –pero quizás al coste de una recesión.

frente a cualquier volumen de venta de pesetas. El problema es que ese apoyo ilimitado no es creíble, porque va en contra de las bases del sistema: una intervención ilimitada y no esterilizada del Bundesbank elevará de tal modo la oferta monetaria alemana que le llevará a incumplir su función como ancla del sistema –y una intervención parcial, limitada o esterilizada, no resultará suficiente.

3. Volver a *los controles sobre capitales y/o cambios*. Es, sin embargo, una medida que va contra la corriente histórica, y que ahora resultaría demasiado traumática⁸.
4. *Introducir gravámenes sobre los movimientos especulativos* (por ejemplo, depósitos previos no remunerados en el banco central, a cargo de las instituciones financieras que adoptan posiciones abiertas en moneda extranjera), no para desanimar radicalmente la especulación, sino para moderarla y dar tiempo a realinear las paridades con orden⁹. Se trata, sin embargo, de una medida de dudoso resultado, porque va contra la tendencia general a la liberalización de los mercados financieros, porque a la larga es relativamente fácil sortearla, y porque su implementación puede ser cara y difícil, si se quiere hacer completa y sin lagunas.

De todos modos, valdría la pena considerar en serio esta propuesta (y la anterior) si el problema de fondo fuese la especulación, es decir, si el gobierno conociese, y el mercado no, cuál es el tipo de cambio sostenible o de “equilibrio”. Pero esto es muy dudoso. Más frecuentemente, lo que intenta la autoridad monetaria es sostener un tipo de cambio determinado, que le interesa *por razones distintas de su sostenibilidad o de su compatibilidad con el resto de variables económicas* –y de nuevo el franco francés en 1992-1993 es un ejemplo claro, como lo es la peseta antes de las devaluaciones de 1992. Por tanto, moderar la especulación sería una medida apropiada para tranquilizar a los mercados, pero dejaría en pie los problemas de fondo, si las perturbaciones no son transitorias y reversibles.

3. *Facilitar las realineaciones*

Quedan, finalmente, las medidas dirigidas a hacer menos traumáticas las realineaciones, de modo que reduzcan el impacto de la especulación:

1. No llevar a cabo correcciones de la paridad que sean superiores a *la amplitud de la banda*, lo que exige realineaciones pequeñas y frecuentes.
2. *Modificar, por tanto, la paridad frecuentemente y en pequeña cuantía* (lo que lleva consigo riesgos de falta de credibilidad y consiguientes ataques especulativos).
3. Llevar a cabo *realineaciones en momentos insospechados* (aunque es difícil que el mercado no acabe previéndolas).

En definitiva, estas medidas se resumen en la ya citada antes: no intentar sostener una moneda cuyo tipo de cambio es insostenible, y hacerlo de modo que no aliente la especulación. En todo caso, su adopción puede suponer una ligera ventaja sobre el MTC que

⁸ Portes, R., «EMS and EMU after the fall», *The World Economy*, 16, enero de 1993.

⁹ Ha sido propuesta recientemente por C. Wyplosz, (*Le Figaro*, 1-2 de agosto de 1989) y C. Wyplosz y B. Eichengreen (*The Economist*, 5 de junio de 1993), aunque fue defendida mucho antes por J. Tobin (“poner arena en las vías” para que el tren pierda velocidad).

estuvo en vigor desde 1987 hasta 1992, con tipos de cambio fijos *de facto*, pero es también una renuncia a la estabilidad del tipo de cambio nominal.

En definitiva, los tipos de cambio creíblemente fijos reducen la prima de riesgo y el diferencial de tipos de interés, pero no porque sean fijos, sino por la credibilidad de las políticas que los apoyan: porque se espera que el país mantenga su competitividad real a largo plazo.

4. Los tipos de cambio irrevocablemente fijos

La última solución es *pasar a tipos de cambio irrevocablemente fijos* (o la moneda única), es decir, adelantar las etapas de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Como ya señalamos, ésta es, efectivamente, una solución estable a largo plazo. Pero ya no se trata del SME, sino de algo distinto, que presenta problemas propios, y que debe estudiarse en función de sus propios méritos, y no, simplemente, como alternativa a un SME inestable.

La reforma del MTC puede intentarse también para conseguir *una transición suave y sin traumas hacia la UEM*. No hemos considerado esta faceta del problema de manera explícita, aunque se integra dentro de nuestro análisis. Con todo, la transición gradual de un sistema de tipos de cambio nominales fijos (dentro de una banda) y revisables a otro de tipos irrevocablemente fijos, no parece sea viable¹⁰. Por eso no vale la pena abundar más sobre este tema.

Conclusión

Si un país desea practicar políticas económicas (no sólo monetarias) suficientemente distintas de los demás (y, sobre todo, del país de moneda de referencia), debe admitir un cierto grado de flexibilidad en el tipo de cambio de su moneda, y tanta mayor flexibilidad cuanto más dispares sean sus políticas (o las perturbaciones a que se vea sometida). Y viceversa, mantener los tipos de cambio fijos exige una coordinación que empieza por la política monetaria, sigue por la fiscal y acaba en el resto de políticas, de mecanismos de ajuste, de estructuras productivas, etc.

Por tanto, *el SME puede funcionar regularmente si se da una convergencia suficiente de las políticas de los Estados miembros –de todos, porque el equilibrio de los tipos de cambio nominales es un estado recíproco. Pero las condiciones que se han de dar son muchas, y muy complejas, lo que complica mucho la tarea –pero no la hace imposible. Simplemente, hace falta una economía dinámica, flexible, adaptable a las perturbaciones propias por vías reales (de oferta), y una política económica que reproduzca en el propio país las condiciones del país de moneda ancla. Como la experiencia española pone de manifiesto, no basta conseguir un tipo de interés que permita mantener estable el tipo de cambio durante unos cuantos años.*

Es verdad que, ni aun con todo esto, se puede garantizar que el tipo de cambio nominal será verdaderamente estable. Pero lo será menos aún si el gobierno adopta medidas vacilantes, si intenta “comprar” la credibilidad del Bundesbank pero practica políticas distintas de las alemanas, si no afronta con decisión los retos, si lleva a cabo combinaciones

¹⁰ Las mismas condiciones de convergencia establecidas en el Tratado de Maastricht introducen factores distorsionantes y desequilibradores. Si Bélgica no va a cumplir, en un futuro razonable, la condición establecida sobre el volumen de deuda pública, ¿significa esto que no va a entrar en la siguiente fase de la UEM o que esas condiciones se aplicarán con flexibilidad? Si es lo primero, Maastricht parece una entelequia. Si es lo segundo, ¿en qué va a consistir esa flexibilidad? ¿Se aplicará a todos? Y esto, ¿hace más o menos creíbles las políticas anunciadas por los distintos países?

de políticas inconsistentes, y un largo etcétera, que puede completar cualquier estudio de la experiencia española reciente.

Las recientes crisis del SME han puesto de manifiesto, sobre todo, algo muy conocido en economía: los resultados se miden por el *output*, no por los *inputs*. La carga de buena voluntad, las intenciones y los propósitos de los gobiernos, su voluntarismo y su confianza en la buena suerte, no garantizan un resultado positivo. La peseta, como otras monedas comunitarias, ha tenido dificultades en el SME simplemente porque su tipo de cambio era incompatible con el equilibrio a largo plazo de toda la economía. Una vez reconocido esto, se pueden lanzar las críticas a los especuladores, a la libertad de movimientos de capitales, a la negativa alemana a reducir los tipos de interés o a la desfavorable conjunción de los astros –pero esto no altera en absoluto aquel diagnóstico.

Hasta aquí hemos llevado a cabo algunas reflexiones sobre el problema, sin descender a sus condicionantes actuales. Porque la pregunta de qué se puede –o qué se debe hacer, ahora es más complicada. ¿Sobreviviría el MTC a una devaluación del franco francés? ¿Está Alemania en condiciones de ser el ancla del sistema, dados sus actuales desequilibrios nominales y reales?¹¹ ¿Cómo se revisarán las condiciones de convergencia establecidas en el Tratado de Maastricht? ¿Cuándo estarán los países centrales del SME en condiciones de entrar en la siguiente fase de la UEM? ¿Aguantará el SME hasta entonces?

¹¹ Del mismo modo que el sistema de Bretton Woods dependía de la política monetaria de Estados Unidos, el SME depende de la de Alemania. Aquel sistema entró en crisis cuando Estados Unidos no pudo controlar su inflación, una situación parecida a la de Alemania tras la unificación.