

ALFREDO SÁENZ ABAD

Vicepresidente del BBV

CONSIDERACIONES
SOBRE LA ACTUAL
ENCRUCIJADA EUROPEA



Publicaciones de la
REAL SOCIEDAD ECONÓMICA
DE AMIGOS DEL PAÍS
Valencia, 1993

CONSIDERACIONES SOBRE LA ACTUAL ENCRUCIJADA EUROPEA

Alfredo Sáenz Abad

Vicepresidente del BBV

EN primer lugar, deseo felicitar a la Real Sociedad Económica de Amigos del País, por el acierto que tuvieron al comenzar a organizar en 1989 estos ciclos de conferencias y, sobre todo, por perseverar en el esfuerzo. El desarrollo de este tipo de foros resulta de vital importancia, para un país como el nuestro, que ha adolecido tradicionalmente de una acusada carencia de cauces, a través de los cuales comunicar y compartir conocimientos que, como en este caso, poseen además un carácter interdisciplinar. En segundo lugar, agradezco el honor que se me hace por haber sido llamado en esta ocasión para transmitirles algunas de las reflexiones, que últimamente vengo realizando con motivo de la parálisis en que parece hallarse inmerso el proyecto europeo.

Como ustedes saben, en los últimos meses el Sistema Monetario Europeo ha registrado la mayor crisis de las que han jalonado su historia desde su creación en marzo de 1979. Algunos han creído ver en este acontecimiento la confirmación de sus teorías sobre el fracaso de los sistemas cambiarios de paridades fijas, tal y como sucedió con los acuerdos de Bretton Woods o con la experiencia de “la serpiente europea”. Otros, por el contrario, han subrayado la capacidad de esa clase de sistemas para hacer frente a los ataques especulativos, cuando se cumplen determinados requisitos. Para ello se basan en el éxito de la cooperación franco-alemana, sosteniendo un franco que gozaba de unos fundamentos económicos suficientemente sólidos. En lo que sí parece haber acuerdo es en que el funcionamiento actual del SME adolece de suficientes debilidades como para dudar de que sea el instrumento más idóneo para garantizar la transición hacia la unión monetaria. Aún más, teniendo en cuenta la inminente entrada en vigor del mercado único, la crisis del SME ha servido para reabrir el debate sobre sus logros, así como sobre las ventajas e inconvenientes que cabe esperar de la introducción de una moneda única en el ámbito

comunitario.

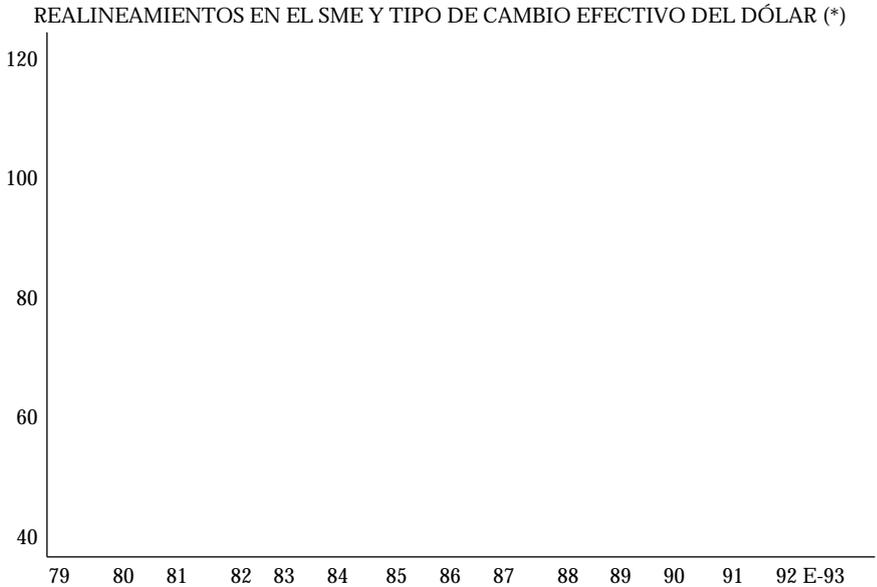
A continuación pretendo abordar algunas de esas cuestiones para lo cual he considerado conveniente empezar ofreciendo un análisis de la reciente crisis, dedicando especial atención a sus antecedentes y a las causas inmediatas que la han desencadenado. También se pone de manifiesto la necesidad de reformar el SME, apuntando algunos determinados aspectos que deberían ser objeto de estudio. Después, se realiza un breve repaso a los costes y beneficios de la unión monetaria, a la vez que se subrayan algunos de los temas que con vendría clarificar. Se concluye el trabajo con una referencia a la futura configuración de la Comunidad y a los peligros de una “Europa a varias velocidades”.

I. ANÁLISIS DE LA CRISIS

Antes de iniciar el análisis de la reciente crisis del SME, y a fin de tener una perspectiva lo más completa posible, es preciso hacer una referencia a tres ingredientes decisivos en la materialización de la misma. El primero de ellos se refiere al *espejismo de la supuesta invariabilidad de los tipos de cambio*, alentado por los proyectos de unión monetaria diseñados en el Plan Delors y concretados en el Tratado de la Unión Europea aprobado en Maastricht. La voluntad política de sacar adelante esa unión parecía garantizada por el éxito en los preparativos del Acta Única y la adopción de un calendario preciso para su entrada en vigor. El resultado de este clima de optimismo fue la interiorización por parte de los mercados de unas expectativas de estabilidad cambiaria, completamente ajenas a los fundamentos económicos de algunos de los países miembros. *Quizá la mejor ilustración de esa excesiva dependencia de las expectativas se encuentra en el comportamiento de la peseta*, que en los últimos años, y a pesar de los persistentes desequilibrios de la economía española, se convirtió en una de las monedas más fuertes del sistema.

El segundo resulta de *la falta de coordinación entre las políticas practicadas por las grandes potencias mundiales*, debido a las marcadas discrepancias existentes entre sus patrones cíclicos. Estados Unidos necesitaba rebajar sus tipos de interés reales con objeto de paliar el efecto de la deuda acumulada y ayudar a resolver la crisis de su sistema bancario. *El resultado fue un dólar débil que, al coincidir con la manifiesta incapacidad de los países comunitarios para adoptar una estrategia conjunta, provocó un aumento de la demanda de marcos*, agudizando así las dificultades del Bundesbank en el control de la inflación. Unas dificultades a las que, por otra parte, no es ajeno *el distinto grado de sustitución existente entre las monedas comunitarias*, cuya manifestación más tangible se encuentra, si se exceptúa el espejismo creado entre 1989 y 1991 por la unión monetaria, en la coincidencia que se registra entre las fases de debilidad del dólar y la frecuencia de los realineamientos dentro del sistema, tal como se observa en el gráfico n.º 1.

GRÁFICO N.º 1



(*) Con respecto al “núcleo duro” del SME.

El tercer ingrediente en esta crisis está relacionado con *los “costes de la re-unificación alemana”* y, más concretamente, *con la forma en que se llevó a cabo*. El canje paritario de “ostmarks” por marcos, unido a las reivindicaciones salariales de los sindicatos y al carácter fuertemente expansivo de la política fiscal, debilitaron enormemente el papel de “ancla de estabilidad” que había jugado hasta entonces Alemania en el SME. La inflación se elevó del -0,1 por 100 registrado en 1988 al 4 por 100 estimado para el pasado ejercicio. Por su parte, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas pasaron de tener un superávit, en términos de PIB del 0,2 por 100 a registrar un déficit del 3,2 por 100. Este estado de cosas obligó al Bundesbank a soportar todo el peso de la lucha contra la inflación, lo cual se tradujo en sucesivas elevaciones de sus tipos de intervención. Esta política no hizo sino agudizar las discrepancias entre sus socios, algunos de los cuales se quejaban de que el carácter asimétrico del sistema les obligaba a adoptar unos tipos que penalizaban sus posibilidades de recuperación. *Paradójicamente, tampoco se admitió una revaluación real del*

marco para hacer frente al exceso de demanda originado por la unificación. Francia consideraba que esta solución era políticamente inaceptable, teniendo en cuenta el esfuerzo que había realizado para hacer de su economía una de las más equilibradas de la Comunidad.

Desde esta perspectiva, cabe afirmar que *esta especie de politización de los realineamientos, a la que parecían haberse adherido los líderes europeos más proclives a una rápida transición hacia la unión monetaria, ha sido la máxima responsable de las dimensiones adquiridas por la crisis*. De hecho, *las variables fundamentales no se habían deteriorado en los meses precedentes*, e incluso se constata que países como España habían logrado ciertos avances en la corrección de sus desequilibrios. Como se ha indicado anteriormente, la continuidad de ese estado de cosas dependía de la credibilidad de las paridades. Si éstas eran puestas en duda, lo más probable era que, en un contexto caracterizado por la libre circulación de capitales, se desencadenara una especulación tal, que hiciese estériles las intervenciones de los bancos centrales. A no ser que las declaraciones sobre la unión monetaria fuesen acompañadas de una voluntad de cooperación sin fisuras y un apoyo sin límites en defensa de las paridades. Pero, incluso entonces, tampoco se podía estar seguro de su éxito, aunque sólo fuera porque *el volumen de operaciones diarias realizadas en los mercados de cambios gira en torno al billón de dólares*, mientras que *las reservas de los bancos centrales de los siete países más industrializados eran, en mayo de 1992, de 327.000 millones*.

En estas circunstancias *el rechazo al Tratado de Maastricht en el referéndum danés y la posibilidad de una victoria del "no" en Francia actuaron de catalizadores de un proceso que ponía en cuestión no sólo la unión monetaria, sino también la inalterabilidad de los tipos de cambio en el SME*. Esta impresión se vio reforzada *a mediados de julio* tras el incremento practicado por el Bundesbank

en el tipo de interés de intervención, lo cual contribuyó a la reorientación de los flujos de capital, siendo sus primeras víctimas la lira y la libra. Fuera del sistema, la ola especulativa obligó a las autoridades finlandesas a desvincular su moneda del ecu, mientras que los suecos no tuvieron otro remedio que aceptar una extraordinaria elevación del precio del dinero para defender la corona. De esta forma se llega al *14 de septiembre* de 1992, fecha en la que se toma la curiosa decisión de *devaluar sólo la lira*, rechazándose la propuesta del Bundesbank para llevar a cabo un realineamiento más amplio. A partir de ahí los acontecimientos se desencadenan, declaraciones de las autoridades alemanas en favor de nuevas devaluaciones, especulación en contra de las monedas débiles del sistema, negativa del Bundesbank a intervenir ilimitadamente en defensa de las mismas e indecisión por parte de las autoridades británicas e italianas sobre las políticas de interés más convenientes.

El día 17 de septiembre estalla la crisis; mientras *la peseta se devalúa en un 5 por ciento* y se introducen controles a los movimientos de capitales, *la libra y la lira deciden salirse del mecanismo de cambios del SME*. La situación volvió a

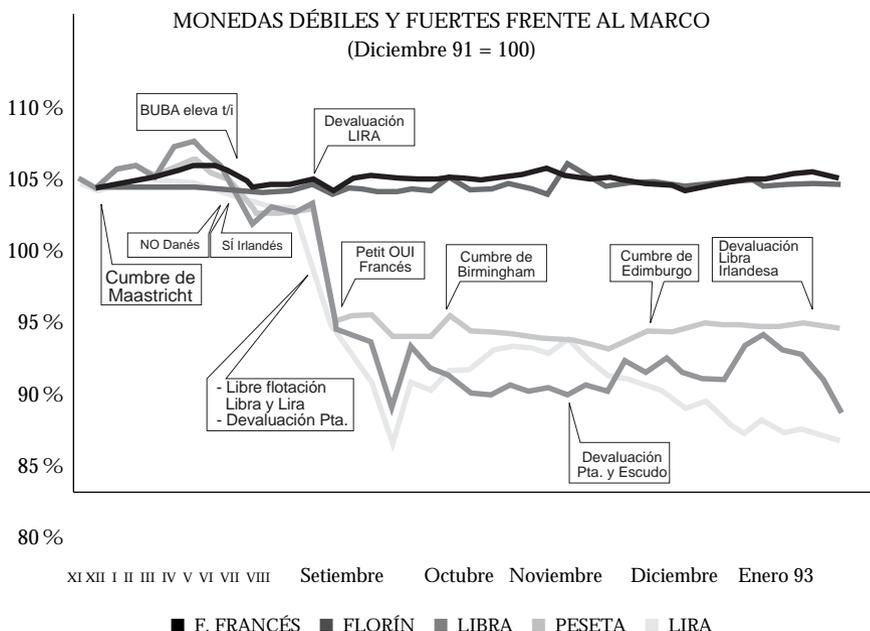
complicarse tras la estrecha victoria del “sí” en Francia, la agria polémica desatada entre las autoridades británicas y alemanas, y el auge del “euroescepticismo” en el Reino Unido, que en esas fechas detentaba la presidencia comunitaria. A todo ello vinieron a sumarse las distintas posturas mantenidas sobre la reforma del SME, las cautelas adoptadas por Dinamarca y Reino Unido para la ratificación del Tratado y la incapacidad para mantener una postura común frente a los trágicos sucesos acaecidos en los Balcanes. En estas circunstancias, el fracaso de Birmingham no hizo sino confirmar la falta de coordinación. En este contexto, el enfrentamiento surgido entre los socios en las negociaciones con Estados Unidos sobre el GATT puso, una vez más, de manifiesto los antagonismos existentes. Puede decirse que, ya a mediados de otoño, *la crisis del sistema y las incertidumbres que rodeaban a la ratificación del Tratado de Maastricht no sólo estaban contribuyendo a la parálisis del proyecto de construcción europea, sino que también comenzaban a afectar negativamente a las economías de los países miembros.*

La segunda escalada de la crisis tuvo lugar a finales de noviembre de 1992, tras la libre flotación de la divisa sueca y las devaluaciones de la peseta y del escudo. A pesar de estos reajustes, los mercados se vieron sometidos a nuevas turbulencias al finalizar el año, las monedas nórdicas registraron una gran inestabilidad y la defensa de la libra irlandesa obligó a su banco emisor a elevar sensiblemente los tipos de interés de referencia. El relativo éxito de la cumbre de Edimburgo no logró sosegar a unos mercados mediatizados por incertidumbres (próximas elecciones en Francia y nuevo gobierno en Irlanda) y tensiones (dimisión del primer ministro danés y ataque aliado a Irak). En este contexto, se suceden las declaraciones insistiendo en la no necesidad de nuevos reajustes, e incluso se produce un comunicado conjunto de las autoridades francesas y alemanas en defensa de la paridad central franco-marco. En la segunda decena de enero de 1993 comenzó a vislumbrarse la posibilidad de una rebaja de los tipos de interés practicados por el Bundesbank, a la que no eran ajenas ni la incipiente recuperación de la economía estadounidense ni la recesión que atraviesa Alemania. Estas expectativas no llegan a materializarse y las autoridades irlandesas, tras suprimir a principios de año las limitaciones impuestas al control de cambios, no pueden hacer frente a la presión del mercado y el 30 de enero devalúan unilateralmente su divisa un 10 por cien.

Por fin, y tras la costosa aprobación del Pacto de Solidaridad en Alemania, *el Bundesbank redujo en medio punto el tipo de descuento, lo que, unido a la favorable acogida que ha tenido en el mercado de cambios la inequívoca apuesta europeísta del nuevo gobierno francés, ha permitido aliviar las tensiones acumuladas en el sistema, pese a que aún persistan ciertas incertidumbres sobre cuál vaya a ser la postura de los franceses en las todavía pendientes negociaciones del GATT. De todas maneras, no cabe duda de que el panorama dejado por la crisis es bastante desolador, observándose una divergencia cada vez más acusada entre las monedas fuertes y débiles del sistema como se puede apreciar en el gráfico n.º 2. Quizá el único aspecto positivo de la crisis es que ha servido*

para reforzar la cooperación monetaria entre un grupo concreto de países, siendo el éxito logrado por Alemania y Francia en defensa del franco su mejor ejemplo. Esta realidad, sin embargo, está haciendo que la amenaza de la “Europa a varias velocidades” comience a adquirir consistencia, agravando así los costes de las políticas de convergencia diseñadas por aquellos países miembros que se han visto obligados a devaluar.

GRÁFICO N.º 2



Llegados a este punto, y antes de sacar las lecciones oportunas, parece necesario desvelar algunos de los mitos que han sido utilizados para justificar la reciente crisis. Como era de esperar, no se ha podido evitar la tentación de “matar al mensajero”, y se ha culpado a los miles de operadores e intermediarios que compiten diariamente en los mercados de cambios, decidiendo en pocos minutos lo que deben hacer con ingentes inversiones. Esa actitud no deja de ser paradójica, por cuanto hace tan sólo unos meses su toma de posiciones era aceptada como la expresión más genuina de las bondades de la integración financiera. Sin embargo, cuando esos mismos agentes se anticipan a una eventual devaluación o pretenden, sin más, proteger el valor de sus activos se les anatematiza. Algo similar podría decirse de las críticas lanzadas contra el Bundesbank por parte de los que no sólo se habían negado a aceptar la apreciación

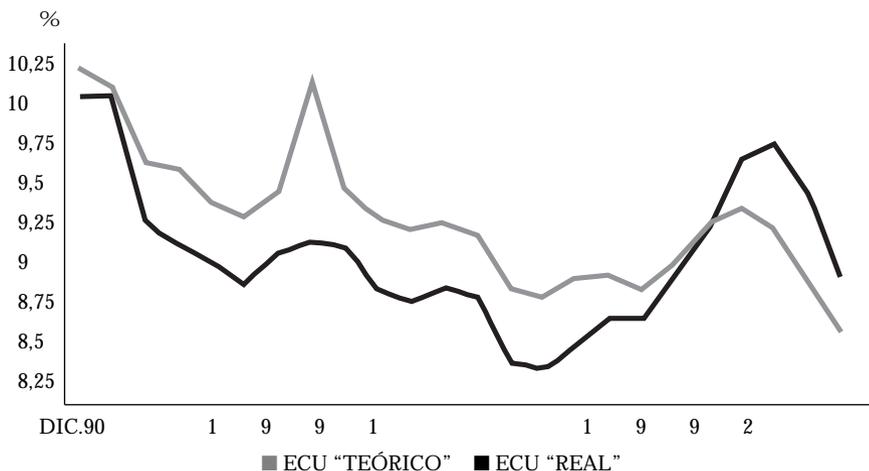
del marco, sino que además se proclamaban firmes defensores de las virtudes de la independencia de los bancos centrales para conseguir la estabilidad en precios. Otros, simplemente, han aprovechado la crisis para defender *la incuestionable superioridad de los cambios flotantes*, sin reparar en las espirales inflacionistas que se registraron a mediados de los años setenta al realizar devaluaciones competitivas en economías abiertas e indiciadas.

La primera lección que cabe extraer de los recientes acontecimientos es que *no puede construirse una Europa de espaldas a los ciudadanos*, tratando de llenar el déficit democrático de la Comunidad apoyándose prioritariamente en una moneda única que actúe de símbolo de identidad. Otro aspecto a considerar es que *no es posible mantener a largo plazo la estabilidad cambiaria sin una adecuada convergencia de políticas y resultados económicos*. La globalización financiera crea las condiciones precisas para que se quiebre esa estabilidad cuando coincide con una creciente laxitud de las políticas presupuestarias, afectando con especial intensidad al país responsable de dar credibilidad al sistema. También se ha puesto de manifiesto que en estos momentos *no hay alternativa al marco como moneda de reserva e intervención en el ámbito comunitario*. Si algo ha quedado claro en los últimos meses es que el ecu está incapacitado para asumir esas funciones; no sólo se ha mostrado más débil que el marco, sino que además su futuro se ha visto sensiblemente dañado por las incertidumbres que rodean a la unión monetaria.

La experiencia más tangible de ese deterioro se obtiene al repasar lo sucedido en los tipos de interés “reales” del ecu en los mercados en relación a los tipos “teóricos”, obtenidos al hallar la media ponderada de los más representativos de las monedas componentes de la cesta, tal como se puede observar en el gráfico n.º 3. El optimismo despertado por las expectativas de una futura unión monetaria hizo que durante algún tiempo los inversores primasen al ecu, aceptando unos tipos de interés sensiblemente inferiores a los “teóricos”. Las turbulencias registradas a partir de septiembre de 1992 provocaron un vuelco en la situación, y los mercados pasaron a cotizar los títulos en ecus a descuento, asistiéndose en algunos momentos a sensibles divergencias entre los tipos “reales” y “teóricos”. Con ser inquietantes las incertidumbres que se desprenden de este estado de cosas, *quizá lo más grave de la crisis sean las dudas que ha sembrado sobre la idoneidad del funcionamiento actual del SME*, una vez demostrada la falacia de la inalterabilidad de las paridades, la insuficiente cooperación de los bancos centrales y la ineficacia de las intervenciones para hacer frente a los movimientos de capital a corto en los mercados de cambios.

GRÁFICO N.º 3

TIPOS DE INTERÉS DEL ECU "REAL" Y DEL ECU "TEÓRICO" (*)



(*) Rendimiento de la deuda a más de siete años.

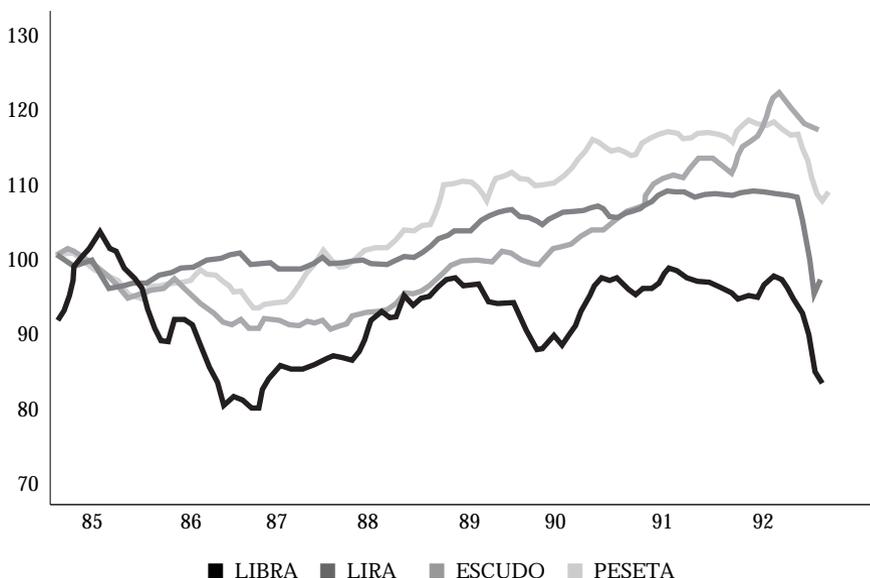
II. NECESIDAD DE REFORMAS

La reciente crisis del SME ha sido la mayor de su historia, no sólo por la amplitud y frecuencia de los realineamientos, sino por el hecho insólito de que dos monedas hayan abandonado el mecanismo de cambios. Este estado de cosas ha contribuido a dotar de mayor consistencia a la especulación contra las divisas débiles, debido a los cuantiosos beneficios generados por las devaluaciones de los últimos meses (observen el gráfico n.º 4). La situación se complica al considerarse el negativo impacto de esas devaluaciones en el comercio exterior de los países considerados el "núcleo duro" del sistema, tanto más por cuanto algunos de ellos, como por ejemplo Alemania, se encuentran inmersos en una recesión. Por otro lado, y a pesar de las devaluaciones, algunos países seguían sin recuperar las pérdidas de competitividad acumuladas en los últimos años. Baste señalar que, aunque las exportaciones españolas han logrado cerrar la brecha abierta desde la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME (verano de 1989), sus precios, en términos reales, son alrededor de un 14 por 100 superiores a los que tenían en el momento de la integración de nuestro país a la Comunidad (enero de 1989). De esta manera, se corre el riesgo de caer en un círculo vicioso en el que los realineamientos tienden a hacerse cada vez mayores, dando así nuevos estímulos a la especulación y a los agravios competitivos entre los socios comunitarios. *Este clima de inesta-*

bilidad, con todo lo que supone de incertidumbre cambiaria, aumento de los costes transaccionales e ineficiencias en la asignación de recursos, *es incompatible*, no ya con el proyecto de unión monetaria diseñado en Maastricht, *sino incluso con la realización del mercado sin fronteras a partir de 1993*.

GRÁFICO N.º 4

TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES (*)



(*) En relación a las divisas de la banda estrecha del SME.

El pesimismo que se desprende de la mera observación de esta realidad debe ser matizado por la consciencia existente en los actuales gobiernos de que, en una área que ha alcanzado el grado de integración de la CEE, una vuelta a los controles sólo puede acarrear perjuicios. Téngase en cuenta que en estos momentos la práctica totalidad del ahorro europeo es libre de desplazarse adonde desee, que el comercio intracomunitario representa alrededor del 60 por cien del total y que el 78 por cien de las disposiciones legales del mercado único ya han sido incorporadas a las legislaciones de los países miembros. Conviene recordar, asimismo, que *aquellos países que han llegado a hacer compatible la estabilidad de los tipos de cambios, la libre circulación de capitales y la aceptación de una misma política monetaria se encuentran, de hecho, en lo que podría calificarse como una especie de "cuasiunión monetaria"*. Puede

decirse, incluso, que para este grupo de países la tormenta monetaria ha servido para que el mercado ajuste los tipos de cambio del sistema de acuerdo con la situación real de cada economía.

Llegados a este punto, el problema radica en avanzar soluciones que permitan consolidar el mecanismo de cambios del SME y clarificar las ambigüedades del Tratado de Maastricht. Como es lógico, las reformas técnicas tienen que hacerse tratando de corregir las imperfecciones, pero sobre todo *tienen que sacar las conclusiones oportunas del éxito logrado por la cooperación franco-alemana a lo largo de la crisis*. Entre otras cosas, *esto significa que el proyecto de unidad europea seguirá avanzando siempre y cuando haya suficiente voluntad política*, siendo en cualquier caso conscientes de que *ningún país acepta por mucho tiempo obligaciones emanadas de tratados internacionales que vayan en contra de sus intereses*. Esta insoslayable evidencia adquiere toda su dimensión en unos momentos en que la recesión económica es caldo de cultivo de toda clase de desconfianzas y tendencias disgregadoras.

Así, y en lo que respecta al reforzamiento del SME, el primer paso consistiría en el logro de una pronta *incorporación de la libra y la lira a la disciplina cambiaria a un tipo sostenible*. Por otra parte, *deberían facilitarse los realineamientos en base a criterios objetivos*, para lo cual sería preciso construir un nuevo indicador de divergencia que incorporase los diferenciales de inflación acumulados desde el último reajuste. *El núcleo de monedas fuertes*, por su parte, *tendría que adoptar unos márgenes "superestrechos" en relación al marco*, a fin de mostrar su inquebrantable voluntad de encaminarse hacia la unión monetaria. Esta voluntad se vería, a su vez, reforzada por *el compromiso de intervenciones recíprocas ilimitadas en los mercados de cambios y políticas simétricas de tipos de interés*, con objeto de desanimar las tomas de posición especulativas. Sería conveniente, además, que *la política fiscal alemana adquiriese un mayor protagonismo y que el Comité Monetario jugase un papel más activo en la toma de decisiones*, para introducir así mayores dosis de simetría y cooperación en un sistema cuyo anclaje en el marco se ha convertido en fuente de tensiones. No estaría de más, asimismo, lograr un acuerdo internacional para imponer *determinados coeficientes de recursos propios* a aquellas actividades especulativas más proclives a desestabilizar los mercados de cambios a corto plazo.

En cualquier caso, estas medidas, por sí solas, difícilmente podrían estabilizar un espacio financiero cada vez más integrado, en el que existe libre circulación de capitales, sin proceder previamente a clarificar la situación en que se encuentra el Tratado de la Unión. A pesar del avance que han supuesto los acuerdos alcanzados en la cumbre de Edimburgo, *el retraso británico y danés sigue impidiendo su ratificación*. Pero, por otro lado, *tampoco puede ser modificado dicho Tratado sin correr el riesgo de romper el clima de acuerdo conseguido en Maastricht en unas circunstancias concretas*. Países como Francia vieron su oportunidad para quebrar la omnipresencia de la política monetaria del Bundesbank, permitiendo así un mayor grado de cooperación en la toma de decisiones. Paralelamente, y tras las suspicacias desatadas por la reunificación, Ale-

mania necesitaba dejar constancia frente a los restantes miembros de su inquebrantable vocación europea. En cuanto al Reino Unido, puede decirse que se dejó arrastrar por una dinámica que no compartía en su totalidad, pero de la que tampoco quería quedar excluido. Esto explica los difíciles equilibrios que fueron necesarios para hacer compatible una transición rápida, y la no exclusión “a priori” de aquellos países que necesitaban algún tiempo para converger.

GRÁFICO N.º 5

CALENDARIO DE LAS TRES FASES DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

FASE I: 1-7-90 / 31-12-93

- Supresión de toda limitación a los movimientos de capitales
- Mejora de la convergencia-adopción de programas plurianuales

FASE II: 1 enero 1994 / ? (a más tardar 31-12-93)

- Entra en funcionamiento el Instituto Monetario Europeo (IME)
- Proceso tendente a dotar de independencia a los bancos centrales

FASE III: ? / a más tardar 1-1-99

- Política monetaria única y el ecu como moneda plena
- Condiciones de convergencia para acceder a esta fase:
 - Inflación
 - Déficit público
 - Volumen deuda pública
 - Tipo de cambio
 - Tipos de interés a largo

El resultado fue una solución de compromiso, en la que no se cerraban las puertas a nadie, pero a costa de empobrecer el contenido institucional del citado período de transición. En el gráfico n.º 5 se refleja de manera esquemática el calendario para acceder a la unión monetaria. Desde el primer momento Alemania dejó claro que durante esa etapa las políticas monetarias iban a seguir siendo competencia de las autoridades nacionales, que las tareas del *Instituto Monetario Europeo* iban a limitarse a preparar la organización de la tercera fase de la unión monetaria y que en ningún caso debía potenciarse el ecu a costa de las divisas comunitarias en general y del marco en particular. *También han sido objeto de críticas los requisitos de convergencia exigidos, aduciendo que eran laxos e, incluso, poco relevantes.* Concretamente, se ha dicho que el objetivo de inflación debería haberse definido en términos absolutos, que no era suficiente cumplir los requisitos en una fecha concreta, que en ciertos países no se ha alcanzado el necesario consenso social sobre las ventajas de la estabilidad de los precios, etc. *Lo cierto es, sin embargo, que las condiciones de convergencia, una vez desvanecido el espejismo de la estabilidad cambiaria, se han demostrado*

difíciles de satisfacer, especialmente para los países que han sufrido recientemente una devaluación. En estos momentos, los únicos que cumplen todos los requisitos son Francia y Luxemburgo, quedando prácticamente descartados Grecia, Portugal y, posiblemente, también Italia como se desprende de los datos que muestra el gráfico n.º 6.

GRÁFICO N.º 6
POSICIÓN DE CONVERGENCIA EN 1992
(INDICADORES MAASTRICHT)

| <i>País</i> | <i>I.P.C.</i> | <i>Déficit público/PIB</i> | <i>Tipo interés largo plazo</i> | <i>Deuda pública/PIB</i> |
|-------------|---------------|----------------------------|---------------------------------|--------------------------|
| Alemania | 4,0 | 3,2 | 8,0 (*) | 48,7 (*) |
| Bélgica | 2,4 (*) | 6,7 | 8,6 (*) | 129,6 |
| Dinamarca | 2,1 (*) | 2,3 (*) | 10,1 (*) | 65,8 |
| España | 5,4 | 4,4 | 12,2 | 46,4 (*) |
| Francia | 2,8 (*) | 2,8 (*) | 8,6 (*) | 47,5 (*) |
| Grecia | 15,9 | 13,4 | 21,0 | 99,0 |
| Holanda | 3,7 (*) | 3,5 | 8,1 (*) | 79,5 |
| Irlanda | 3,1 (*) | 2,7 (*) | 9,1 (*) | 100,4 |
| Italia | 5,2 | 10,5 | 13,3 | 103,9 |
| Luxemburgo | 3,1 (*) | 0,4 (*) | 8,7 (*) | 6,4 (*) |
| Portugal | 8,9 | 5,6 | 15,0 | 62,7 |
| R. Unido | 3,7 (*) | 6,1 | 9,1 (*) | 45,6 (*) |

(*) Cumple con los requisitos de convergencia.

III. COSTES Y BENEFICIOS DE LA UNIÓN MONETARIA

Los criterios definidos en Maastricht van a obligar a la mayoría de los miembros de la CEE a poner en práctica políticas económicas procíclicas, relacionadas con la necesidad de reducir los déficit públicos en un clima de débil crecimiento y elevados tipos de interés reales. El rigor presupuestario deberá ser particularmente intenso en el sur de Europa, debido no sólo a la reducción de los “derechos de señoría”, sino también al negativo impacto ejercido por la falta de armonización de la fiscalidad del ahorro. La situación se complica por el hecho de que en algunos de los países “ricos”, como es el caso de Luxemburgo, no se practica la retención sobre intereses ni existe la obligación automática de informar a las autoridades, lo que, de hecho, les convierte en verdaderos paraísos fiscales. En este contexto, y aun reconociendo su valor como testimonio de la solidaridad comunitaria, poco puede esperarse de unos fondos de cohesión que, entre 1993 y 1994, van a representar entre el 4,25 y el 6,77 por cien de los fondos dedicados a la política agrícola común.

En cualquier caso, conviene dejar constancia de que *la unión económica y monetaria es un paso necesario para extraer todas las posibilidades del mercado único*, aunque sólo sea porque la experiencia reciente ha puesto de manifiesto los riesgos que supone la existencia de doce monedas en un espacio financiero integrado con libre circulación de capitales. Sin embargo, las ventajas estáticas y dinámicas de dicha unión *sólo se obtienen al final del proceso*, una vez hayan entrado en vigor la moneda única y el banco central europeo. Cabe citar, entre otras, el ahorro por *la desaparición de los costes transaccionales, la mayor certidumbre derivada de la supresión del riesgo cambiario entre los países de la CEE*, o la creciente credibilidad antiinflacionista y presupuestaria que supondría en economías como la italiana o la española *la existencia de un banco central independiente*. Este estado de cosas facilitaría una disminución de la prima de riesgo incorporada a los tipos de interés y un aumento del comercio dentro de la Comunidad. Adicionalmente, la mayor transparencia en precios *reforzaría la competencia entre los distintos sistemas financieros* y la previsible mejora en la asignación de recursos serviría de estímulo a la inversión y a la creación de empleo. A todo ello habría que unir *las ganancias que a escala internacional resultarían*, por una parte, *de la utilización del ecu como moneda de reserva* y, por otra, del nuevo peso específico que tendría Europa no sólo para *coordinar políticas con Estados Unidos y Japón*, sino también para *introducir mayores dosis de equilibrio en el actual sistema monetario internacional*.

Esta asimetría temporal entre los costes y beneficios resultantes del Tratado de la Unión representan un extraordinario desafío político, especialmente para aquellos gobiernos que no cuentan con mayorías parlamentarias estables y/o deben hacer frente a una próxima convocatoria electoral. Tampoco conviene olvidar el hecho de que *los beneficios y costes de la unión monetaria se reparten de forma desigual*. Así, por ejemplo, Alemania se vería perjudicada, como consecuencia, por un lado, de que el futuro banco central europeo deberá ganar una credibilidad antiinflacionista que el Bundesbank ya ha adquirido y, por otro, de que el consenso social sobre la utilidad de mantener los precios estables es mucho menor en otros socios comunitarios. Algo similar podría decirse de las primas de riesgo que eventualmente deberían soportar los países con situación fiscal más saneada si, por razones políticas, se acepta la incorporación de miembros tan endeudados como los holandeses o los belgas. Otro aspecto a considerar son *las contrapartidas de algunas de las ventajas anteriormente mencionadas*, entre las que cabe señalar el peligro de fragilización bancaria resultante del aumento de la competencia. De todas maneras, *quizá el mayor coste de la unión monetaria sea la renuncia a la utilización del tipo de cambio nominal para compensar pérdidas de competitividad o hacer frente a perturbaciones específicas*.

Obviamente, *esa renuncia afecta con especial intensidad a los países menos desarrollados de la citada unión*, por cuanto cualquier veleidad por su parte de equiparación salarial, sin considerar las diferencias de productividad exis-

tentes, acabará generando un aumento del paro. La situación podría llegar a ser grave, tal y como ha podido comprobarse en el caso de la reunificación alemana, debido a *la baja movilidad laboral en el área y a la inexistencia de un presupuesto federal que permita no sólo corregir los desequilibrios regionales, sino también servir de mecanismo de estabilización automática frente a shocks asimétricos depresivos*. Téngase en cuenta que, mientras en Estados Unidos el sistema de transferencias fiscales permite compensar hasta un tercio del impacto sobre la renta disponible de los estados afectados, en la CEE los efectos redistributivos sólo alcanzan en torno al uno por cien de dicha renta. En estas circunstancias, y considerando que no puede excluirse una mayor especialización sectorial a medida que avance la integración, cabe preguntarse hasta qué punto es posible la coexistencia de una política monetaria y tantas políticas presupuestarias como países se integren en la unión. O, dicho de otra forma, *si es o no compatible el centralismo monetario con la subsidiariedad presupuestaria*.

De lo que se trata en última instancia es de saber si un grupo de países puede comprometerse a tener una moneda única manteniendo prácticamente intacta su soberanía política. Es posible, tal y como afirma la Comisión, que el impacto regional de la unión monetaria sea un juego de suma positivo, lo cual no deja de ser algo difícilmente demostrable considerando la rapidez con que se suceden los acontecimientos y la falta de experiencias históricas de este tipo. De todas maneras, *la creación de una moneda no puede basarse en hipótesis más o menos razonables, tiene que haber motivos importantes para llevarla a cabo, y esa clase de motivos sólo pueden ser políticos*. Esta realidad contrasta con el retraso que sufre el proceso de unidad política, ya que ni siquiera ha podido definirse un marco institucional capaz de dar cabida a un Parlamento con verdaderos poderes legislativos. Esta falta de claridad en las reglas del juego se pone particularmente de manifiesto *en unos momentos en los que la Comunidad se plantea la incorporación de nuevos miembros, tanto más por cuanto la solución dada al caso danés ha consagrado, en la práctica, una "Europa a varios menús" en la que coexisten distintas alternativas de integración*.

Esta impresión se ve reforzada por toda una serie de ambigüedades incorporadas al Tratado de Maastricht en aspectos esenciales para el logro de la unión monetaria. Así, *resulta dudoso que el futuro Banco Central Europeo goce de un grado de independencia comparable al del Bundesbank*, aunque sólo sea porque las posiciones de partida se hallan muy alejadas, lo cual hace temer que determinados hábitos se reproduzcan en el Consejo de Gobierno de esa institución al que pertenecen los gobernadores de los bancos centrales nacionales. En este sentido, y mientras en el Reino Unido sigue siendo objeto de debate, el gobierno español aprobó, el pasado diciembre, un proyecto de ley para dotar de plena autonomía al Banco de España y se espera que en Francia suceda algo similar en un inminente futuro. Por otra parte, y a pesar de que se había fijado como fecha límite el 31 de diciembre de 1992, *sigue sin estar resuelta una decisión tan importante para la futura configuración de los mercados financieros en*

la Comunidad, como es la relativa a la sede del Banco Central Europeo. Otra posible fuente de conflictos reside en el hecho de que, a pesar de constituir un objetivo fundamental en la realización de la política monetaria, *el órgano competente para fijar el tipo de cambio frente a terceros países no es el Banco Central sino el Consejo de Ministros. Tampoco se ha determinado ni la forma de ejecución de la política monetaria ni las técnicas e instrumentos de intervención*, decisiones todas ellas que sin duda ejercerán una notable influencia sobre la competitividad de los distintos centros financieros comunitarios. Cabe citar, asimismo, *la falta de atribuciones del Banco Central Europeo en lo relativo a garantizar el adecuado funcionamiento del sistema de pagos y a velar por la integridad del sistema*, lo cual puede ser el origen de futuros problemas debido al intenso clima de rivalidad en que vive el sector bancario y al acelerado proceso de integración de los mercados financieros en la Comunidad.

Otra causa de incertidumbre reside en *el ambiguo papel encomendado al ecu en el logro de la unión monetaria*. El Tratado de Maastricht prevé reforzar el ecu congelando su composición a partir de 1994, lo cual permite eliminar el riesgo de revisión de la cesta y le dota de mayor estabilidad al aumentar el peso de las divisas fuertes. También establece que desde el inicio de la tercera fase de la unión su valor quedará irrevocablemente fijo, dejando para más adelante la creación de una moneda única. Sin embargo, y aunque su nombre sea el mismo, *poco van a tener en común esa moneda y el antiguo ecu cesta*, ya que su valor sólo será irrevocablemente fijo con las divisas de los países que satisfagan los requisitos para formar parte de la unión monetaria. Aún más, la postura del Bundesbank en defensa del marco deja entrever que *incluso frente a tales divisas hay un riesgo cambiario*, ya que no puede descartarse que se aproveche la creación de la moneda única para proceder a un último realineamiento. De momento, los tipos de interés del ecu cesta son significativamente superiores a los de la divisa alemana, lo cual es tanto como decir que los mercados esperan una apreciación de esta última. Por si todo esto no fuera suficiente, conviene recordar *todos los costes necesarios para convertir en ecus los sistemas de contabilidad, medios informáticos, contratos, información a los consumidores y políticas de formación, especialmente a los empleados bancarios*.

IV. UN POSIBLE ESCENARIO

Antes de finalizar estas líneas, conviene recordar que el SME se ha convertido, de hecho, en el puente que enlaza el mercado único con la unión monetaria. El problema reside, tal y como ha podido comprobarse, en que los recientes acontecimientos han puesto de manifiesto su fragilidad en un contexto de libertad de movimientos de capitales y de libre prestación de servicios financieros. En estos momentos, *la duda consiste en saber hasta qué punto el SME va a contribuir a la convergencia de las economías comunitarias o si*, por el contrario, y considerando los débiles fundamentos de algunas de ellas, *puede*

ser el origen de continuos episodios de inestabilidad monetaria y cambiaria. Lo que sí está fuera de dudas es que los últimos realineamientos han servido para que aquellos países a los que se les había ofrecido un período de transición para poner orden en sus economías hayan quedado todavía más rezagados.

En estas circunstancias, lo más probable es que, si el proyecto de unión monetaria sobrevive, se sustente sobre el actual eje París-Bonn, reforzado con la incorporación de nuevos miembros para, entre todos, crear una “masa crítica” capaz de afrontar con garantías de éxito la tercera fase. Como se ha señalado con anterioridad, una de las pocas cosas que se ha salvado de las pasadas turbulencias ha sido la colaboración entre los bancos centrales de Alemania y Francia, defendiendo de la especulación a un franco que contaba con buenos fundamentos económicos. Por otra parte, si ambos países están decididos a mantener inalterables sus tipos de cambio, no parece lógico que dejen por mucho tiempo abierta la posibilidad de un futuro realineamiento, que siga alimentando la incertidumbre que rodea a los mercados. No es aventurado pensar, por tanto, que un grupo liderado por Alemania y Francia se decida a anticipar la entrada en vigor de la tercera fase de la unión, amparándose en la mayoría resultante de la inclusión de países como Austria, Suecia o Noruega, que en la actualidad cumplen casi todos los criterios de convergencia.

Obviamente, este escenario no es el más deseable para países como el Reino Unido, Italia, o España, no sólo porque su posición en los centros de decisión comunitaria se vería debilitada, sino también, y sobre todo, porque las diferencias con respecto al grupo de cabeza, lejos de reducirse, tenderían a ensancharse. Téngase en cuenta que los objetivos y la gestión del proceso que acabe conduciendo a la unión monetaria están inexorablemente unidos al tipo de países participantes desde el primer momento. Cabe pensar, en consecuencia, que un eventual desplazamiento hacia el norte del centro de gravedad de la Comunidad dé lugar a que aspectos como el reforzamiento de la vertiente social de la construcción europea y la solidaridad entre los distintos países miembros pierdan relevancia. Conviene recordar, asimismo, que *una mayor facilidad a los realineamientos no haría sino agravar la situación de las economías menos saneadas, debilitando la credibilidad de sus políticas antiinflacionistas y encareciendo su acceso a los mercados financieros internacionales.* Este estado de cosas, además, contribuiría a agravar el desgaste político de unos gobiernos que, en un clima de recesión generalizada, se enfrentan al desafío de convencer a sus ciudadanos de la necesidad de aceptar a corto plazo unos planes de ajuste sumamente estrictos para poder, así, acceder a una unión cuyos beneficios se dejarán sentir, en el mejor de los casos, a medio y largo plazo.

Puede decirse, por tanto, que los imperativos de un ciclo económico adverso y los temores de la clase política han dado origen, en contra del espíritu de Maastricht, aunque no de la letra, a “la unión a varias velocidades”. En este contexto cada país deberá determinar bajo qué condiciones está dispuesto a participar en un proceso que, al carecer de alternativas reales, y sobre esto sí parece haber unanimidad, debe realizarse con una perspectiva histórica. *El*

problema en estos momentos reside en que ese proceso, tal y como está concebido, se halla repleto de contradicciones. Baste recordar, a este respecto, el grado de detalle de la unión monetaria y las vagas ideas en materia de cooperación económica. Más relevancia tiene, si cabe, el retraso que arrastra todo lo relativo a la unión política y las distorsiones que esto ocasiona a una dinámica que se pretende irreversible.

De todas maneras, quizá el mayor problema en la actualidad sean las tensiones que inevitablemente se registran al pretender hacer compatible profundización y ensanchamiento en la Comunidad. En este sentido, y tras el precedente creado por Dinamarca, *parece que comienza a admitirse no sólo la necesidad de crear una “Europa a varias velocidades”, sino también, y aquí residiría la novedad, una “Europa con distintos destinos”.* De esta forma, *se crearía lo que acertadamente ha sido denominado como “unidad en la diversidad”,* lo cual significa que cada país podría elegir entre un número previamente fijado de “menús” (por ejemplo, mercado único, unión económica y monetaria, y unión política), cada uno con un coste, en términos de cesión de soberanía, previamente fijado. Sólo así, clarificando el marco institucional, será posible avanzar de manera realista en la construcción europea, lo que sin duda ejercería un efecto benefactor sobre unos mercados, que, si de algo adolecen en estos momentos, es de un exceso de incertidumbre.