

Palabras clave: Unión monetaria.
Nº de clasificación JEL: E61, F33, F41

El Tratado de la Unión Europea, acordado en Maastricht a finales de 1991, ha tropezado durante 1992 con importantes dificultades en la política, en la economía y en la academia. Políticamente, los resultados de las consultas celebradas en Dinamarca (en contra), en Irlanda (a favor, sin entusiasmo) y en Francia (a favor, por la mínima), junto con la tradicional reticencia de la sociedad británica, cuestionan la popularidad, y por lo tanto la viabilidad social, del acuerdo unionista. Económicamente, las votaciones en los mercados cambiarios y financieros siguen alternando de signo (a principios de 1993, el escrutinio todavía no ha concluido), después de la crisis surgida en el Sistema Monetario Europeo con el abandono de la libra y la lira. No es de extrañar, por lo tanto, que estas sombras en el terreno de las realidades se correlacionen con cierta controversia en el espacio de las ideas. A nivel teórico, la polémica se ha avivado ostensiblemente desde la crítica de M. Feldstein (1), el manifiesto en contra de los acuerdos de Maastricht de sesenta economistas alemanes (2) y las réplicas correspondientes a cargo de otros economistas (3) más proclives al proyecto de Unión Económica y Monetaria (UEM).

Las notas que siguen pretenden ser breves reflexiones sobre las cuestiones clave discutidas por estos intelectuales, especialmente, las que se refieren a la integración monetaria (4).

1. ¿Política «versus» economía?

M. Feldstein apunta claro, de principio a fin en su alegato contra la UEM. Así, en el prólogo advierte que preguntarse si *las ventajas económicas de adoptar una moneda única son lo suficientemente importantes como para compensar las desventajas políticas de una estructura federal (inevitable en este caso) es incorrecto*. A su juicio, la pregunta adecuada es la siguiente: *las ventajas políticas que resultarían de la unión monetaria, ¿compensarían sus desventajas económicas?* En el epílogo, invita a reflexionar sobre este punto, *comprendiendo que pueda haber personas dispuestas a asumir los efectos económicos negativos de la unión monetaria si ésta conduce a una unión política federal que desean por razones no económicas. Lo que no puede entender—manifiesta— es que algunos acepten la unión monetaria y rechacen la unión política. Sin ventaja política alguna, la primera es una fórmula cara desde el punto de vista económico.*

Como una cuestión previa, por lo tanto, convendría dilucidar, de una vez por todas, si los objetivos políticos predominan (y hasta qué punto) sobre los intereses económicos, o a la inversa.

Además, hay otro aspecto en esta relación, que está insuficientemente debatido a pesar de su importancia: la economía y la política, aun teniendo el mismo rango, pueden no correr a la par en el proceso de la unión. En este sentido, cabe preguntarse si los acuerdos de Maastricht no han

(1) Feldstein, M. (1992): «The case against EMU», en *The Economist*, 13 de junio.

(2) Publicado con el título (traducido) «Las prisas excesivas representan un peligro para Europa» en *Frankfurter Allgemeine* el 11 de junio de 1992.

(3) P. De Grauwe, D. Groas, A. Steinherr y N. Thygesen contestaron a M. Feldstein (1992) mediante una carta dirigida al director del semanario *The Economist*.

Por otra parte, un grupo de economistas pertenecientes al Center for Economic Policy Research, formado por Ch. Bean, D. Cohen, F. Gavazzi, A. Giovannini, J. von Hagen, D. Neven, X. Vives y Ch. Wyplosz, replicaron tanto a M. Feldstein como a los setenta economistas alemanes en una breve nota aparecida en *Le Monde* el 17 de julio.

Por último, J.L. Malo de Molina tercia en la discusión con un artículo publicado en *Cuadernos de Información Económica* (1992) de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social con el título «Las críticas de Feldstein a la Unión Monetaria desde el punto de vista de los países periféricos».

(4) Las palabras y frases escritas en letra cursiva pertenecen, textualmente, a ellos.

puesto «el carro delante del caballo», tal como sugiere el grupo de economistas alemanes cuando denuncian la imposición desde arriba de unidad monetaria a una Europa social y políticamente inmadura. Una moneda única refuerza la idea de unidad política, pero también conlleva riesgos importantes, cuya recepción «ex-ante», sin un sistema previo de cobertura o compensación democráticamente legitimado, puede bloquear el propio proceso unionista. Parece necesario, pues, la existencia de cierta sincronía ante la unión monetaria y la política. Sin embargo, los gobiernos han activado antes y con mayor intensidad, los mecanismos económicos que los sociales y políticos. En este punto, si vale la invitación de Feldstein a repensarlo.

2. ¿Un mercado, una moneda?

Mientras que los economistas alemanes no cuestionan tanto la idea de la unión monetaria como la ingeniería de los acuerdos de Maastricht, la respuesta del profesor de Harvard a esta cuestión, sin duda la más emblemática, es especialmente provocativa: la unión monetaria no es necesaria para conseguir las ventajas de una zona libre de comercio. Por el contrario..., podría e hecho reducir el volumen de intercambio entre los países miembros, y casi con toda seguridad aumentaría el nivel medio de paro.

Como se sabe, la Comisión de las Comunidades Europeas publicó, hace ya más de dos años, un estudio muy elaborado (con este mismo título, pero en afirmativo), aleccionando favorablemente sobre la adopción de una moneda única. No es extraño, pues que algunos ideólogos del a UEM (ver nota 3) hayan replicado, rápida y brevemente, este alegato en contra.

¿Dónde está la verdad? Quizás, lo verdadero en este caso sea reconocer que no hay razonamientos (por ninguna de ambas partes) incontestables. Pueden persuadir a los indecisos, pero no convencer a los residentes. Sin ánimo de repasarlos todos, mostremos al menos, algunos detalles de la debilidad dialéctica de ambas corrientes de pensamiento.

Los partidarios de la UEM defienden que la abolición del régimen de tipos en cambio libres y, a la postre, del sistema de monedas múltiple promueve los flujos comerciales y financieros intracomunitarios, al reducir los altos costes de transacción asociados con la volatilidad cambiaria y con la convertibilidad de las monedas. Dentro de esta lógica los tipos de cambio se equiparan con los aranceles y otras barreras comerciales. Sin embargo, este argumento central pierde fuerza cuando se contemplan los avances tecnológicos que tanto están mejorando los mecanismos de pagos y los sistemas de compensación y liquidación, y cuando se constata que las técnicas de cobertura de los riesgos cambiarios son cada vez mas eficientes y accesibles.

Pero además, hay un aspecto positivo en la denostada flexibilidad cambiaria que cabe rehabilitar a la luz de la hipótesis de eficiencia informativa de los mercados financieros, entre los que se incluye el mercado de divisas. Si es verdad que los mercados a través de los precios procesan y difunden, de forma eficiente (no es fácil probar lo contrario), información sobre las características de los intercambios, ¿por qué suponer que los movimientos de los tipos de cambio son causas de confusión, y no de información, para los agentes económicos que trafican con bienes, servicios y capitales? La analogía con la circulación en carretera puede ser ilustrativa: ¿estorban u orientan a los conductores los semáforos que cambian de señal, automáticamente en función d determinados sesgos del propio tráfico?. En una unión monetaria se prescinde de las señales propias de un sistema de tipos de cambio libres, y con ello (con menor información) no es claro que se reduzcan tanto los costes de transacción en los flujos comerciales y financieros. A diferencia de los aranceles, los preciso relativos entre monedas de distintos países pueden informar sobre su respectivas economías. Esta reflexión es una muestra más de que una integración económica óptima puede no requerir una unión monetaria.

Quizá por todo ello los renuentes al proyecto de unión monetaria ponen especial énfasis en destacar que ésta no es crucial para llevar a cabo la unión económica y que, incluso puede perjudicarla si se implanta con precipitación. En general arguyen que, en presencia de culturas y estructuras económicas muy diferentes, la renuncia a la política monetaria y al tipo de cambio

merma considerablemente la capacidad de los distintos países miembros para estabilizar sus economías ante perturbaciones específicas. En particular, subrayan que la especialización productiva, en base a las ventajas comparativas aprovechables en una unión monetaria, prejuzgada desde esta perspectiva, hace que los países conserven una producción nacional diversificada, como estrategia de cobertura, frenándose el comercio intracomunitario.

Tampoco esta línea argumental está libre de crítica: en primer lugar, *la integración económica lleva principalmente a la especialización intraindustrial, en la que todos los países compran y venden productos similares, y no a la especialización interindustrial. Esto hace que los países sean más iguales y reduce las posibilidades de que los «shocks» afecten a un solo país* (De Grauwe y ss, nota 3); en segundo lugar, hay planes de convergencia *en marcha* y mecanismos de armonización en funcionamiento que limarán diferencias para cuando se acerque el momento álgido de adoptar una moneda única: en tercer lugar, es muy cuestionable que los ajustes en los tipos de cambio logren encajar, sin desequilibrios ulteriores, muchos de los «shocks» específicos, sobre todo en presencia de una rigidez a la baja de los salarios reales; por último, los logros de la política monetaria en un contexto de libertad cambiaria son, a su vez, replicables por la política fiscal en un área monetariamente integrada.

En resumen, no hay fundamento teórico para imponer ni para rechazar, categóricamente, una unión monetaria, lo cual sugiere que estas decisiones han de tomarse en base a pruebas «ad hoc o circunstanciales». Dicho de otra manera, la teoría de la integración monetaria aboca, necesariamente, a soluciones «second best» y éstas, como se sabe, pueden ser muchas. Este comentario da sentido a la siguiente cuestión

2. ¿Es Europa un área monetaria óptima?

La pregunta, en principio, convoca a comprobar si la CEE, actual o ampliada, reúne ese cúmulo de circunstancias que hacen que la ventaja neta de una integración monetaria sea positiva. Sin embargo, el debate a este nivel se ha anclado, básicamente, en la comparación de Europa con los Estados Unidos de América, un área monetaria indiscutible (no tanto teórica como políticamente) que se utiliza como pauta referencial. Así, en la práctica se discute si la zona europea es, o no, tan semejante a la americana como para constituirse en área monetaria.

Los más críticos advierten, al menos, tres diferencias preocupantes: la Europa comunitaria no es tan homogénea (económica, cultural y políticamente) como los EE.UU.; en parte por ello, la movilidad geográfica de su factor trabajo es mucho menor (el idioma, por ejemplo es un freno importante); y, además, carece de un verdadero sistema de federalismo fiscal, lo cual se refleja en un presupuesto comunitario poco significativo. La primera diferencia implica que Europa está relativamente más expuesta a riesgos de perturbaciones específicas; la segunda hace que sea más necesaria en esta zona una política fiscal de estabilización y de nivelación regional; y la tercera conlleva que esta política no puede llevarse a cabo de forma automática y centralizada.

Los más europeístas, aun reconociendo estas diferencias, no las consideran tan graves como para descartar el proyecto de área monetaria: confían en el desarrollo de la integración económica y en la difusión entre los países miembros de una reilusionante cultura europea: piensan, por el contrario, que la escasa movilidad de los trabajadores, al reducir la volatilidad de la base fiscal de los distintos estados, hace menos necesaria la existencia de un estado federal; proponen, finalmente que la función de estabilización de las economías regionales se ejercite mediante políticas fiscales descentralizadas, pues los Estados europeos, al contar con una base fiscal estable están en condiciones de responder a los desequilibrios internos a que tuvieran que hacer frente (Ch. Bean y ss, nota 3).

De momento, parece claro que las diferencias regionales en EE.UU. no son tan acusadas como las que se observan entre algunos países europeos involucrados en el proyecto de UEM. Peculiaridades, de distinta índole, de los llamados países periféricos de la CEE, entre los que se encuentra España, sombrean indudablemente la idea de Europa como

área monetaria. Muestra de ello es el reconocimiento, hasta cierto punto indulgente, de una Europa a dos o más velocidades. La escasa flexibilidad del mercado de trabajo (rigidez salarial y falta de movilidad geográfica), junto con la pequeña dimensión del presupuesto comunitario, deja el arbitraje de los problemas internos de los estados europeos a sus respectivas haciendas públicas. Desde la perspectiva de la Europa periférica, mucho más expuesta a los riesgos de la unión, este protagonismo solitario de las políticas fiscales nacionales es percibido como un preocupante e insolidario «sálvese quien pueda».

4. ¿Una moneda única con disparidad de políticas fiscales?

No deja de ser sorprendente la postura de quienes proponen políticas descentralizadas, con márgenes de maniobra suficientes para encajar las perturbaciones específicas, y defienden al mismo tiempo los Acuerdos de Maastricht donde se establecen, a modo de prerrequisitos de la unión monetaria, dos criterios (uno sobre el déficit y otro sobre la deuda pública) que merman considerablemente la libertad de la política fiscal.

Ciertamente, descentralización no implica divergencia, y mucho menos anarquía, pero las políticas fiscales de los Estados europeos, tal como se justifican (única alternativa que queda para paliar los desequilibrios internos), van a ser sensibles a contingencias específicas, mostrando necesariamente ciertas idiosincrasias.

Sin embargo, no está claro que la política económica exterior de la UEM, sobre todo la que concierne al tipo de cambio de la moneda única, pueda llevarse a cabo con suficiente flexibilidad y coherencia sin cierta centralización de la política fiscal. La Unión de Estados europeos tendrá que jugar a dos niveles, uno exterior con terceros países y otro interior con (entre) sus propios miembros, y muy probablemente las soluciones de ambos juegos no serán independientes. Una estrategia ventajosa en el frente exterior puede condicionar la forma de jugar en el interior, y a la inversa. En este sentido, a veces se arguye que una política fiscal más unitaria propicia una mejor coordinación externa.

La idea de una mayor centralización de la política fiscal no es, pues, disparatada. Además, un presupuesto comunitario mejor dotado permitiría establecer mecanismos automáticos de nivelación regional, capaces de calmar la aversión al riesgo de la Europa periférica. Probablemente, los beneficios esperados (como valor medio) de la UEM sean mayores para estos países, tal como advierte J.L. Malo de Molina (nota 3), pero ciertamente los riesgos que afrontan son también superiores. Si la aversión al riesgo es menor entre los ricos que entre los pobres, como se supone dentro de la Economía de la Incertidumbre, habrá que aceptar que el proyecto de unión monetaria es relativamente más incómodo para los países periféricos, que en general disfrutan de menor renta real per cápita. En este sentido, una política fiscal más centralizada, con su virtualidad niveladora, se perfila como un sistema de seguro, capaz de promover la confianza.

5. ¿Repensarlo?

M. Feldstein invita a hacerlo radicalmente. De Grauwe y ss. consideran que los riesgos están calculados y que el proyecto es asumible. Quizás el proceso sea ya irreversible, como advierten Ch. Bean y ss, al no haber alternativas mejores para una Europa en marcha desde hace años y, por lo tanto, con una dinámica difícil de desactivar. ¿No convendría, sin embargo, moderar este elogio a lo inevitable, ralentizando el proceso de integración monetaria mientras Europa no alcance un mayor grado de madurez social y política, tal como aconsejan los economistas alemanes?

A tenor de los últimos acontecimientos registrados en las urnas y en los mercados, parece sensato que los impulsos en la economía cedan paso a los esfuerzos en la política.

José M.^a Pérez de Villarreal
Catedrático de Economía Aplicada
Universidad de Cantabria