

LAS IMPLICACIONES DEL EURO PARA ESPAÑA*

José Luis Malo de Molina

Economista. Director General del Servicio de Estudios del Banco de España.

El cambio de los billetes y monedas en circulación es, con frecuencia, el momento culminante de las reformas monetarias profundas, porque es cuando se alcanza el punto de no retorno y cuando incide de manera directa sobre todos los agentes de la economía, alcanzando su fase más álgida a los ojos de la opinión pública. Lo mismo ocurre con el canje de los billetes y monedas de denominación nacional, en nuestro caso la peseta, por los euros. La Unión Económica y Monetaria (UEM) es una realidad plena desde el 1

* La Conferencia de José Luis Malo de Molina, "El control de la inflación en la economía española", se basó en la presentación de esquemas y gráficos que se adjuntan como anexo, muchas de cuyas ideas están desarrolladas en el artículo "Las implicaciones para España del euro", publicado por el Banco de España en el libro "El camino hacia el euro: el real, el escudo y la peseta". Madrid 2001, y que ahora publicamos.

de enero de 1999, pero es la transición al euro fiduciario, el canje, la que la hace visible a todos los ciudadanos, pues es entonces cuando es inevitable que las empresas y las familias se adapten a la nueva unidad de cuenta. Y esta adaptación supone no sólo cambiar las anotaciones en cualquier sistema de pagos o registro contable sino que también afecta a la conducta cotidiana de las personas, para quienes la unidad de cuenta constituye un elemento fundamental, y a menudo inconsciente, de los procesos de cálculo económico que subyacen a sus múltiples decisiones.

Desde el punto de vista macroeconómico, lo realmente complejo fue el diseño del proceso de creación de la UEM y la conducción de la convergencia necesaria para poder ponerla en marcha en 1999. El lanzamiento del euro también representaba numerosas complejidades técnicas como consecuencia de la redenominación de todos los mercados financieros al por mayor, de la interconexión de los sistemas de pagos para crear un mercado monetario único y de la puesta en marcha de los instrumentos de la política monetaria común, pero afectaban a un sector muy reducido de la población con un elevado nivel de cualificación, por lo que su impacto era limitado, como lo demostró la forma suave y sin incidencias con la que se realizó la transición.

En cambio, la sustitución de los billetes y monedas es una operación de amplio alcance económico y sociológico. Resulta difícil encontrar una medida económica que tenga tanta influencia inmediata sobre la sociedad en su conjunto. No debe extrañar, por tanto, que la conciencia ciudada-

na vincule el verdadero nacimiento del euro a este último eslabón del proceso. La complejidad logística y sociológica de este paso justifica su minuciosa preparación y el esfuerzo realizado para reducir al mínimo el inevitable período de circulación dual, que es en el que se concentran las dificultades, los costes y las incomodidades del cambio. Todo se ha preparado para ofrecer la máxima seguridad y tranquilidad a los potenciales usuarios de la moneda; es decir, a todos los integrantes de la sociedad.

Cuando se trata de instrumentar una medida tan drástica y de tanto impacto social es muy importante conocer las razones y las implicaciones de la misma. En la historia económica la mayor parte de los cambios de moneda han estado vinculados, dejando aparte a los derivados de procesos bélicos o de expansión territorial de los estados, a reformas monetarias que pretendían restablecer la estabilidad macroeconómica y financiera y la confianza del público en el valor interno y externo de su dinero, después de períodos de graves desequilibrios y turbulencias. En el caso de la unión monetaria europea las razones han sido muy distintas. En realidad, se trata de un proceso excepcional en múltiples dimensiones: por su motivación, por su envergadura y por sus implicaciones.

La UEM se ha concebido como parte de un proyecto de gran alcance político que supone el paso de mayor trascendencia en el dilatado proceso de integración europea, porque aborda, por primera vez, la transferencia de soberanía efectiva desde los estados miembros a un órgano de poder

supranacional, y lo hace en una parcela tan delicada y tan cargada de simbolismos como lo es la de la política monetaria. En el plano económico, además, significa la desaparición de la última de las barreras importantes que todavía segmentaba los mercados nacionales, a través de la existencia de unidades monetarias diferenciadas y cotizaciones potencialmente ajustables.

Para España, la participación en el grupo de países fundadores de este ambicioso proyecto ha tenido un alcance aún mayor porque ha supuesto la culminación de una larga y accidentada trayectoria para conseguir el establecimiento de una economía de mercado abierta al exterior y con las cotas de estabilidad macroeconómicas necesarias para integrarse plenamente en el modo de funcionamiento de las economías europeas y beneficiarse de la globalización. Desde esta perspectiva, la circulación del euro en la economía española es la expresión de una estrecha relación con los otros países del área, que implica compartir el mismo régimen macroeconómico basado en la estabilidad de los precios, la misma moneda y la misma relación de cambio con otras divisas, y el diseño y aplicación de un conjunto de políticas con objetivos comunes y compromisos y restricciones similares. Una forma de profundizar en el significado de las implicaciones del euro para la economía española es analizar con algún detalle cada uno de los elementos de este triple compartimiento.

I. COMPARTIR CON OTROS PAÍSES UN RÉGIMEN DE ESTABILIDAD

Para España la integración en la UEM supuso la asunción de las reglas de estabilidad en las que se asienta todo el proyecto. Al cumplir satisfactoriamente los requisitos de convergencia que regulaban el acceso a esta nueva área, España lograba los objetivos de estabilidad de precios y disciplina presupuestaria que durante tantos años había perseguido, al menos formalmente, la política económica con acierto y resultados muy desiguales. Con este logro, España ha llegado, por fin, a sumarse al consenso dominante, tanto entre los gestores de la política económica como entre los economistas teóricos, respecto a la necesidad de preservar la estabilidad macroeconómica como condición necesaria para procurar la eficiencia en la asignación de los recursos y lograr así un mayor crecimiento y bienestar a largo plazo.

La experiencia obtenida en el caso español, al compartir el patrón macroeconómico de los demás participantes de la unión monetaria, ha venido a ratificar una vez más la evidencia de que son los países que adoptan un régimen de estabilidad los que se encuentran en mejores condiciones para crecer de manera sostenida y generar más empleo.

Las ventajas teóricas de la estabilidad se materializaron en España en la coincidencia, no casual, del período final de la convergencia, cuando se alcanzaron las tasas de inflación más reducidas, y de inicio de la unión monetaria con una fase de claro signo expansivo, que permitió alcanzar ritmos de cre-

cimiento sistemáticamente superiores a la media de la zona. Pero, además, a diferencia de lo ocurrido en ciclos alcistas anteriores, el patrón de crecimiento, siendo ligeramente más moderado, ha presentado una combinación más equilibrada y es, por lo tanto, susceptible de una mayor sostenibilidad. Aunque todavía la evidencia disponible es limitada, y está claro que la mera pertenencia a la UEM no supone la desaparición de las fluctuaciones cíclicas, existen indicios suficientes para esperar que el nuevo régimen macroeconómico vaya a permitir superar la violencia de las oscilaciones que la economía española ha experimentado en algunas ocasiones pasadas, en las que fases de fuerte crecimiento desembocaban, con frecuencia, en recesiones muy profundas que provocaban una desviación duradera respecto de la senda de convergencia. Esa mayor variabilidad cíclica era el resultado de una cierta tolerancia de la política económica ante la acumulación de desequilibrios y su inevitable transferencia a otras variables como el tipo de interés o el tipo de cambio y de una rigidez en la reacción de los mercados que tendían a realimentar las tendencias cíclicas, por ejemplo destruyendo muy rápidamente en las recesiones el empleo creado en los auges. Ni una cosa, ni la otra podían mantenerse en los mismos términos dentro de la UEM, por lo que la política económica nacional ha tenido que introducir importantes modificaciones para asegurar su coherencia con los principios estabilizadores asumidos y para fomentar la necesaria liberalización y flexibilización de los mercados. Al eliminarse las oscilaciones más virulentas se gana no sólo en estabilidad, sino en capacidad de crecimiento potencial y en la posibilidad de mantener una convergencia real más persistente.

Un efecto similar se consiguió al romperse la vinculación de los tipos de interés y del tipo de cambio a los condicionamientos y problemas de índole doméstica. Cuando se mantiene la soberanía monetaria es inevitable que estas variables sean más vulnerables a cualquier dificultad interna y que haya que pagar una prima por las dudas que pueden surgir sobre la capacidad de mantener a largo plazo la estabilidad. La UEM permite a los países participantes beneficiarse del acervo común con relativa independencia de cuál haya sido su trayectoria en el pasado. En ese sentido, es una forma menos costosa de adquirir con rapidez credibilidad y confianza. Este efecto ha sido patente en el caso de la economía española, en la que las turbulencias en los mercados financieros y cambiarios habían sido con frecuencia el factor desencadenante de las recesiones a través de fuertes alzas de los tipos de interés y de intensas depreciaciones de la peseta, a menudo desproporcionadas como consecuencia de la inclinación de los mercados a la sobrerreacción. Por las mismas razones, se logró superar la tradicional vulnerabilidad de la economía española a los episodios de inestabilidad internacional, como ha puesto de manifiesto el reducido impacto de las crisis financieras recientes, en las que la pertenencia al euro ha servido de parapeto eficaz.

El ámbito en el que se han hecho más visibles los efectos positivos de la estabilidad de los precios sobre el crecimiento económico ha sido en el de la evolución de los tipos de interés y de su incidencia sobre las decisiones de gasto y el aumento de la capacidad productiva. La convergencia hacia un escenario creíble de control permanente de las

tasas de inflación abrió la posibilidad de alcanzar de manera sostenible tipos de interés bajos, tanto en términos nominales como reales. Cuando la estabilidad de precios no está suficientemente afianzada resulta muy difícil mantener en el tiempo niveles moderados de los tipos de interés. Como la experiencia histórica de la economía española demuestra, si la inflación no está controlada las políticas de dinero barato sólo conducen a un recrudecimiento de las presiones inflacionistas, a una revisión al alza de las expectativas de precios, a una subida de los tipos de interés a largo y, finalmente, el inevitable abandono de dicha política.

Cuando, gracias a la estabilidad de precios, se alcanza un estadio duradero de bajos tipos de interés, se producen simultáneamente una revalorización de la riqueza, cuya manifestación más visible es la subida de las bolsas y de los precios de los activos inmobiliarios, y un abaratamiento de la financiación. Ambos efectos convergen en la mejora de la situación patrimonial y financiera de las empresas y de las familias, facilitando sus decisiones de gasto, tanto de consumo como de inversión. A la vez, el descenso de la carga de intereses y la reducción de aquellas partidas de gasto público que están estrechamente vinculadas con la inflación aumentan la eficacia de las políticas de consolidación presupuestaria, amplían el margen para la inversión pública y permiten una combinación de instrumentos más favorable al dinamismo del sector privado.

Las grandes ventajas de compartir el régimen macroeconómico de los países europeos más estables dependen, sin

embargo, de que el impulso del gasto, asentado en una situación patrimonial más sólida, se enfrente a unas condiciones de oferta más flexibles que permitan que la mayor demanda se satisfaga con un aumento de la producción, del empleo y de la renta de los residentes en la economía española. El cumplimiento de esta condición tan importante es, sin embargo, una cuestión que no puede darse por sentada y cuya profundización desborda el marco de esta publicación. No obstante, conviene al menos señalar los principales canales a través de los cuales debe operar la mayor flexibilidad de respuesta de la oferta. El más relevante de todos ellos es la adaptación de las expectativas de inflación al comportamiento a medio plazo de dicha variable en un régimen de estabilidad de precios y la incorporación de las mismas a los procedimientos de negociación y formación de las rentas y de los precios. Esta es la piedra de toque de la asimilación de los efectos de disciplina y credibilidad que se esperan obtener del hecho de compartir con otros países su régimen macroeconómico. Las revisiones periódicas de rentas y precios en torno a una expectativa de inflación desalieneada del objetivo de estabilidad del área o los mecanismos de ajuste a posteriori de las desviaciones que se produzcan respecto de la inflación prevista están en contradicción con los requerimientos de una respuesta flexible de la oferta.

En España, las mejoras de estabilidad alcanzadas durante el proceso de convergencia ayudaron a asentar una pauta de moderación salarial que, en interacción con algunas de las reformas introducidas en el mercado de trabajo, permitieron que el crecimiento económico fuese intensivo en la

creación de empleo, lo que ha redundado en una rápida reducción de la tasa de paro cuyo alto nivel era el principal problema económico y social de España y en una mejora de la convergencia real. De hecho, cuando se analizan los factores que explican la brecha del nivel de renta per cápita en España en relación con la media de la Unión Europea, se observa que el principal factor explicativo de la mejora obtenida en los últimos años ha sido el aumento de la proporción de la población empleada y la reducción de la diferencia con el nivel medio de dicha proporción en el conjunto del área. De esta manera, puede decirse que los avances en la convergencia real están estrechamente vinculados al afianzamiento de un patrón de moderación salarial en consonancia con un régimen de estabilidad duradera de los precios.

II. COMPARTIR CON OTROS PAÍSES LA MISMA MONEDA

Cuando a principios de los noventa, una vez firmado el Tratado de Maastricht, se inició la labor de divulgación de las ventajas de la moneda única, se puso mucho énfasis en el ahorro en los costes de transacción que suponía para los pagos transfronterizos instrumentados en efectivo. El ejemplo de la merma que sufría un turista o un profesional que se veía obligado a cambiar un determinado saldo en efectivo al recorrer todos los países de la Unión servía de ilustración de la importancia de los ahorros potenciales. También se hicieron cálculos de lo que significaba para las economías participantes la reducción de los costes de transacción. Esas

ventajas se hacen palpables una vez que en los primeros meses de 2002 culmina el canje al euro. Pero la reducción de los costes de transacción no es precisamente la principal ganancia que se deriva de compartir la misma moneda.

La sustitución de las monedas nacionales por el euro según el calendario establecido y el diseño y la ejecución de una política monetaria única en toda el área de los países participantes dan lugar a una confrontación directa y visible de los costes de producción de todos los agentes participantes en la zona. En general, la ventaja comparativa de una empresa en sus mercados está determinada no sólo por las relaciones de costes y la calidad de sus productos sino, también, por las relaciones tradicionales con la clientela, la proximidad a la misma y la denominación en moneda nacional de los precios de los productos que vende y de los flujos económicos con los que instrumenta su actividad. Este último factor permite un cierto grado de opacidad en la comparación entre los costes de producción denominados en las diversas monedas nacionales y ofrece, en determinadas circunstancias, un margen para su adaptación. La supresión de las monedas nacionales elimina el elemento de fragmentación y segmentación de los mercados domésticos que este último factor suministraba. Por ello, la culminación del paso a la moneda única implica una intensificación de la competencia que inducirá importantes reasignaciones de recursos y reestructuraciones en la actividad productiva de numerosos sectores, que permitirán a las diferentes economías explotar mejor sus ventajas comparativas y aprovechar las economías de escala que se derivan de las posibilidades de par-

participar en mercados más amplios y profundos. Todo ello debe redundar en un aumento de la eficiencia y de las posibilidades de crecimiento potencial, abriendo nuevas oportunidades de empleo e inversión, pero también hace más vulnerables las zonas del aparato productivo menos eficientes y deja al descubierto los efectos nocivos que se pueden derivar de las distorsiones regulatorias o de la falta de flexibilidad de los mercados.

Por eso, el compartimiento de la misma moneda con otros países supone, ante todo, una poderosa palanca de integración económica e introduce un fuerte estímulo para abordar las reformas económicas necesarias orientadas a aumentar la competencia, incorporar las nuevas tecnologías y a flexibilizar los mercados.

En esta línea, debe tenerse en cuenta que, al utilizar como moneda propia una divisa de amplio uso internacional en la denominación de los flujos de capitales públicos o privados y de las operaciones comerciales, se reduce la mayor parte del riesgo que soportan los exportadores e importadores de bienes, servicios y capitales. Un cambio que debe ejercer un impacto muy positivo sobre la apertura y la proyección al exterior de la economía. No es una casualidad, por tanto, que la entrada en la unión monetaria haya coincidido con un impulso a la internacionalización de las inversiones de los residentes españoles, tanto de las familias que han aumentado significativamente sus tenencias de activos emitidos por no residentes, como de las empresas que han abordado, por primera vez en la historia del capitalismo es-

pañol, planes de expansión internacional relativamente generalizados y ambiciosos en los sectores más dinámicos en la actual coyuntura internacional. De hecho, como consecuencia de las nuevas oportunidades que se han abierto, la economía española, que había sido tradicionalmente importadora de capitales, ha pasado a ser exportadora neta de los mismos. Puede decirse, en consecuencia, que la asunción de la nueva moneda ha propiciado una modificación en lo que había sido el paradigma dominante en nuestras relaciones con el exterior que ilustra la envergadura del salto estructural que la participación en la unión monetaria ha supuesto.

Todos estos cambios tienen, sin duda, una intensidad especial en el sector financiero, ya que este sector utiliza como principal materia prima el dinero, que es el objeto más directamente afectado por los mismos. En este terreno, la introducción del euro representa, ante todo, una intensificación de los procesos de liberalización y desregulación puestos en marcha con la entrada en vigor, en 1992, del mercado único de servicios financieros. Hecho que provocó un notable incremento del grado de competencia e impulsó una serie de fusiones y adquisiciones orientadas a alcanzar, en algunos segmentos, una dimensión más apropiada a las nuevas proporciones de los mercados potenciales.

La integración más estrecha de los diversos mercados financieros de la zona euro ha elevado la presión competitiva en las distintas áreas del negocio y ha reducido la segmentación de productos y clientela entre los diferentes tipos de

intermediarios. De hecho, la introducción del euro en 1999 y la aplicación de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación a los servicios financieros están conduciendo, rápidamente, a la configuración de un espacio único, con un ámbito geográfico más amplio y un número de participantes muy superior. De este proceso se beneficiarán, en última instancia, los ahorradores e inversores, que verán aumentadas las oportunidades de acceder a operaciones más ventajosas. Pero también los intermediarios financieros, a pesar de tener que enfrentarse a adaptaciones que suponen gastos y a retos que obligan a reducir costes y a reconsiderar estrategias, verán ensanchada la gama de posibilidades para rentabilizar su actividad en un sector que, en su conjunto, continuará expandiéndose. Aunque, lógicamente, todo ello afectará con intensidad y cadencia temporal diferentes a los diversos tipos de intermediación y a los distintos seguimientos de actividad. En cualquier caso, no cabe duda de que en España la introducción del euro ha supuesto un impulso de las fusiones, que han alterado junto a otros muchos factores la estructura de los mercados, y un aumento de la internacionalización de los intermediarios, tanto por la mayor presencia de instituciones extranjeras operando con los residentes, como por el enorme aumento de la actividad internacional de los principales agentes financieros domésticos.

III. COMPARTIR CON OTROS PAÍSES EL DISEÑO Y LA APLICACIÓN DE CIERTAS POLÍTICAS COMUNES

Ya se ha dicho que la creación de la moneda única forma parte de una estrategia global de integración europea, en la que el paso más ambicioso es la unificación de la política monetaria. La piedra angular de la política monetaria única es la centralización de la unidad de decisión en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), que está dotado de plenos poderes para el manejo de todos los instrumentos monetarios, y que se rige por unos procedimientos suficientemente ágiles y eficientes para instrumentar sus medidas. La composición de este órgano rector, del que son miembros los gobernadores de los bancos centrales nacionales junto a los seis consejeros ejecutivos nombrados por el Consejo Europeo, permite además al BCE contar con todo el bagaje analítico, la experiencia monetaria y la vinculación con los mercados locales de los bancos centrales nacionales participantes.

Para España la participación en este esquema de decisiones ha supuesto el paso de una situación de dependencia asimétrica, en la que la política monetaria doméstica se veía fuertemente condicionada por las decisiones adoptadas por los grandes bancos centrales europeos sin tener recursos suficientes para hacer una política autónoma, a una interdependencia en pie de igualdad dentro de los órganos de decisión, aunque es inevitable que subyazga una cierta asimetría derivada de las diferencias de tamaño y de la limitada influencia de un país mediano en el conjunto del área.

Dentro de esta configuración institucional, no parecen justificadas las reticencias acerca de que la participación de los gobernadores en el Consejo de Gobierno del BCE pudiera dar lugar a la aparición de conflictos entre intereses nacionales que minasen la necesaria unidad de decisión y actuación. El Consejo de Gobierno está concebido como un órgano colegial en el que todos los miembros son responsables solidarios de la política monetaria única, que debe diseñarse y conducirse según las necesidades del conjunto de la zona.

Asegurada la unidad de decisión, la diversidad de las economías nacionales y de las prácticas y tradiciones prevalentes en los mercados locales preexistentes y la necesidad de aprovechar el conocimiento y la experiencia acumulados por los bancos centrales nacionales en sus respectivos ámbitos de influencia han aconsejado la adopción de un esquema fuertemente descentralizado para la instrumentación de la política monetaria.

El reto principal de una estructura de este tipo, que pretende combinar unidad de decisión con descentralización de las actuaciones, es la articulación de unas relaciones fluidas y eficientes entre el BCE y los bancos centrales nacionales. Esta articulación descansa, fundamentalmente, en un conjunto de comités especializados en los que participan los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales. En el marco institucional tan peculiar de la unión monetaria, la eficacia de las decisiones centralizadas descansa en una adecuada percepción de la complejidad del conjunto del área del euro.

Una cuestión de mayor calado es la problemática que se deriva de la existencia de una política monetaria única en un conjunto de economías nacionales que pueden registrar diferencias significativas en su evolución cíclica, en la respuesta a las posibles perturbaciones y en la propia transmisión de la política monetaria. En este terreno, la única regla aceptable es que la política monetaria se rija por los requerimientos del conjunto del área, lo que significa prescindir de las implicaciones locales o regionales; aunque estas han de ser bien conocidas y estudiadas. De ello se derivan importantes consecuencias para las políticas económicas nacionales, ya que corresponderán a estas la tarea de asegurar la compatibilidad de las condiciones macroeconómicas de cada país con el tono de la política monetaria única.

Aunque el esquema de coordinación de políticas económicas dentro de la zona del euro bascula fundamentalmente sobre la unificación de la política monetaria, manteniendo el resto de las áreas de la política económica bajo la soberanía nacional de los estados miembros, no puede circunscribirse a este ámbito. De hecho, la política monetaria única se apoya en unos objetivos globales de estabilidad y eficiencia macroeconómicas que todos los partícipes han de compartir. Por eso se han diseñado y establecido no sólo reglas exigentes y comprensibles de disciplina presupuestaria, a través del Pacto de la Estabilidad y el Crecimiento, sino que se han reforzado los mecanismos para fijar las grandes orientaciones de política económica que deben guiar las decisiones nacionales y para establecer una vigilancia mutua a través de los programas de estabilidad que los estados

miembros se comprometen a elaborar y a cumplir en horizontes temporales muy precisos. Estas disposiciones no sólo sirven de defensa del conjunto de la unión y tratan de evitar que algún país miembro pueda sacar provecho de sus desviaciones respecto de los compromisos adquiridos en perjuicio del conjunto, sino que también actúan como estímulos poderosos para la aplicación de políticas coherentes con la estabilidad y la sostenibilidad del crecimiento.

En España estos mecanismos han servido de anclaje para la aplicación de una política presupuestaria que ha avanzado más rápidamente de lo previsto en la consolidación fiscal, hasta lograr en el año 2001 la eliminación del déficit público, y ha ayudado a reforzar el compromiso con esta orientación a medio plazo mediante la introducción de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. De igual manera, el compartir con otros países unos objetivos comunes de política económica ha sido un acicate para profundizar en las políticas de liberalización y de reforma estructural que han impulsado la privatización de gran parte del antiguo sector público empresarial, para aumentar la competencia en muchos mercados y eliminar algunas de las trabas institucionales que obstaculizaban un funcionamiento flexible de los mismos. No es bueno caer en el simplismo de atribuir todo al euro, pero tampoco hay que ocultar que el cambio de la moneda ha sido el motor de muchas de las transformaciones estructurales que ha experimentado la economía española en los últimos años.

El compartimiento con otros países de los objetivos de estabilidad macroeconómica de la moneda y del diseño de al-

gunos elementos comunes de política económica supone también la asunción de unos compromisos que implican limitaciones, en ciertos casos muy importantes, en el manejo de las políticas económicas domésticas. Dichas limitaciones se pueden sintetizar en torno a lo que supone la pérdida del manejo del tipo de interés y del tipo de cambio como instrumentos para la consecución de objetivos económicos propios y a las consecuencias de ello a la hora de corregir la eventual aparición de desequilibrios.

IV. LA RENUNCIA AL USO DOMÉSTICO DEL TIPO DE INTERÉS Y DEL TIPO DE CAMBIO

En el debate sobre las ventajas e inconvenientes de participar en una unión monetaria, los argumentos más potentes en contra de dicha opción han sido, tradicionalmente, la pérdida de flexibilidad que supone que el tipo de interés venga determinado por los requerimientos de un conjunto de países, y por lo tanto la imposibilidad de utilizarlo para atender necesidades u objetivos domésticos, y la renuncia del uso del tipo de cambio como un instrumento de política económica. Estas razones son las que, en definitiva, hacen que sea poco recomendable, y muy arriesgado, incorporarse a una unión monetaria cuando no existe una convergencia nominal sustancial o cuando las perturbaciones que sufre un país son frecuentemente diferentes a las que suelen soportar los demás miembros, siendo el caso más complejo cuando un mismo fenómeno tiene efectos contradictorios en los distintos países.

Estos argumentos no tienen mucho peso cuando se aplican a los países que han formado la UEM, puesto que previamente han alcanzado un alto grado de convergencia en términos de inflación, déficit público y tipos de interés y porque la dinámica de la integración ha ido homogeneizando sus pautas de comportamiento macroeconómico, a pesar de que subsisten diferencias en sus respectivos sistemas productivos. De hecho, en el tiempo transcurrido desde la creación de la UEM las divergencias entre el comportamiento de las principales variables macroeconómicas de los países miembros se han mantenido dentro de cotas moderadas.

Aunque, como se verá a continuación, la pérdida de tipo de interés y del tipo de cambio como herramientas de la política económica doméstica tiene implicaciones muy importantes, es necesario señalar que dicha privación no es muy gravosa si el funcionamiento de la economía se mantiene dentro de una evolución coherente con los objetivos de estabilidad del área y de la política monetaria única. Es obvio que si la economía se desenvuelve dentro de una senda de estabilidad a medio y largo plazo, aprovechando los impulsos de disciplina y credibilidad que se derivan de su participación en el área, la necesidad de utilizar el tipo de interés y el tipo de cambio con fines internos de carácter estabilizador es menor que cuando hace falta recurrir en solitario a medidas estabilizadoras para afrontar fuertes tensiones inflacionistas.

De hecho, en un mundo como el actual con plena movilidad de los capitales, el mantenimiento de la soberanía mo-

netaria puede llegar a resultar un lujo costoso para países de pequeña y mediana dimensión que tienen dificultades para alcanzar pautas de estabilidad a partir de los resortes de disciplina internos. En esos casos, resulta muy difícil ganarse la credibilidad de los mercados. Para ello es preciso apelar, a veces, a políticas innecesariamente duras y puede ocurrir que su aplicación genere perturbaciones de los mercados que dificulten considerablemente la consecución de los objetivos estabilizadores. Puede suceder, por ejemplo, que una subida de tipos de interés sea interpretada como una señal de inconsistencia entre los distintos instrumentos de la política económica, y que los mercados la consideren insostenible, por el efecto dañino de la misma sobre el crecimiento de la producción y del empleo. En ese caso, el tipo de cambio puede depreciarse excesivamente, alimentando las tensiones inflacionistas y anulando los efectos estabilizadores pretendidos. Pero también puede ocurrir que los operadores de los mercados piensen que la política monetaria estabilizadora suministra una buena oportunidad para realizar ganancias aprovechando, durante un tiempo al menos, el diferencial de intereses. En otro supuesto se produciría una entrada masiva de capitales que, al ejercer efectos expansivos sobre la liquidez y los precios, terminaría dificultando, también, el control de la inflación. De todas estas dificultades tuvimos experiencia en España antes de que ganase firmeza y credibilidad la política de convergencia, por lo que, en nuestras circunstancias, no cabe exagerar el coste de la decisión de compartir la misma política monetaria.

V. CAMBIO EN EL MECANISMO DE AJUSTE

A pesar de todo ello no cabe ignorar que la participación en una unión monetaria supone la pérdida de la posibilidad de corregir eventuales desequilibrios domésticos mediante un ajuste del valor externo de la moneda. Primero, porque el valor externo frente a los países miembros del área que en España representan el 70 por ciento del comercio exterior está irrevocablemente fijo y sólo se podría modificar mediante un abandono traumático de la UEM. Y segundo, porque el valor externo frente al resto del mundo depende de las condiciones del conjunto del área y del comportamiento de los mercados, de manera que las autoridades de un país de mediana dimensión no tienen ningún medio efectivo de influir en su cotización.

La posibilidad de depreciar el tipo de cambio actúa como una válvula de escape cuando se acumulan desfases prolongados de competitividad como consecuencia de que un país es incapaz de mantener cotas de estabilidad de precios similares a las de sus competidores en los mercados internos y externos. Lo cual no es óbice para que si una economía carece de resortes propios de estabilidad, este mecanismo de ajuste a la larga resulte poco eficaz porque las depreciaciones cambiarias tienden a realimentar la inflación, de manera que sólo la desaceleración de crecimiento y en última instancia la recesión termina siendo capaz de restaurar la competitividad perdida.

En este sentido, la renuncia al uso del tipo de cambio como mecanismo de ajuste actúa como un estímulo de com-

portamientos más eficientes, porque los agentes que fijan precios y rentas son conscientes de que la competitividad internacional depende exclusivamente de los determinantes domésticos de los costes, salarios, productividad y márgenes, en la medida en que estos últimos influyan en los precios de los *inputs* intermedios y, a través de los precios de consumo, en la negociación de los salarios y otras rentas. Todo ello no quiere decir, como se verá a continuación, que la mera pertenencia a la UEM coloque a la economía española a salvo de cualquier tipo de desajuste.

El tener como moneda propia una de las monedas más sólidas y estables del mundo permite a la economía española acceder a un estadio desde el que es accesible una senda de crecimiento potencial y de bienestar social superior; pero ello, lógicamente, no excluye que puedan surgir desequilibrios, aunque estos tengan una naturaleza distinta y los mecanismos de ajuste deban ser diferentes.

La pertenencia a la UEM cambia la escala e, incluso, la propia entidad de los desequilibrios inflacionistas, pero no supone su desaparición ni su capacidad de generar problemas. Incluso en un escenario en el que la política monetaria del BCE, contando con la contribución de la coherencia del conjunto de las restantes políticas económicas nacionales, asegure una senda sostenible de estabilidad de precios, pueden surgir desviaciones de carácter inflacionista en algunos países.

En primer lugar, porque la política monetaria única no puede procurar, por sí sola, unas condiciones homogéneas

en todas las economías nacionales para la expansión de la demanda agregada. Y ello porque existen diferencias en los canales de transmisión de dicha política, porque prevalecen divergencias en la situación cíclica y porque los restantes componentes de la política de demanda agregada, en manos de las autoridades nacionales, se mueven con cierta autonomía en función de los requerimientos específicos.

Y en segundo lugar, porque las diferencias en la sensibilidad de la oferta y su capacidad de reacción frente a un aumento de la demanda son aún mayores como consecuencia del distinto grado de flexibilidad de los mercados y de los diversos hábitos existentes en la formación de las expectativas y, por lo tanto, en la negociación de salarios y rentas y en la determinación de los precios.

La pertenencia a la UEM no elimina, por tanto, la posibilidad de que surjan en algunas economías nacionales situaciones de exceso de demanda, que es siempre el factor que alimenta todo proceso inflacionista, cualquiera que sea su causa desencadenante. Si los mercados de bienes, servicios y factores fueran suficientemente flexibles y la formación de las expectativas estuviese sólidamente anclada en las pautas de estabilidad del área, las presiones de demanda en una economía nacional se filtrarían hacia el resto del área sin necesidad de contaminar la formación de costes y la competitividad. En ese caso, el exceso de demanda no generaría ningún problema doméstico y correspondería al resto del área absorberlo mediante el uso de los eventuales excesos de oferta disponibles, o mediante la modulación del

tono de la política monetaria común, si dicho impulso llegara a representar un problema para la estabilidad global de precios en el área.

En cambio, si existen rigideces en la capacidad de respuesta de los mercados domésticos es muy probable que una parte del exceso de demanda se manifieste en aumentos de precios y costes y que dichos aumentos influyan en la formación de salarios y rentas adquiriendo una cierta persistencia. Si esto es así, los mecanismos de disciplina y credibilidad procedentes de la unificación de la política monetaria pueden no ser suficientes para asegurar que la pauta de estabilidad prevaleciente en el conjunto del área se aplique por igual a todas las economías nacionales participantes, de manera que pueden surgir diferenciales de inflación como consecuencia de la situación de exceso de demanda en algunas de ellas. Aunque siempre se trataría de diferenciales modestos no comparables a los que se pueden producir entre economías monetariamente independientes, puesto que la transparencia de precios y la fuerte competencia existente en las áreas de productos comerciales establece un límite a la magnitud de las alzas de precios.

Pero incluso una inflación de baja intensidad derivada de los excesos de demanda es potencialmente generadora de problemas de competitividad, y en cuanto tal representa riesgos para la sostenibilidad del crecimiento económico y la generación de empleo. Este es el problema al que pueden verse enfrentados los países pertenecientes a la unión mo-

netaria cuando se encuentran sometidos a un ritmo de expansión de la demanda interna superior a la capacidad de respuesta de la oferta nacional.

Para evitar que esos riesgos se materialicen es imprescindible que la política presupuestaria adquiera mayor protagonismo como instrumento de estabilización a medio y largo plazo. Ese es, precisamente, el sentido del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento que pretende garantizar unas finanzas públicas saneadas, para lo cual se requiere que el nivel de endeudamiento sea reducido y no suponga una carga importante para los gastos de intereses, que el nivel de gasto estructural resulte financiable con unos impuestos que no sean desincentivadores del dinamismo económico, de la inversión y de la creación de empleo, y que exista un adecuado control de las fuentes generadoras de gasto público futuro, especialmente, del derivado del envejecimiento de la población, como el gasto en sanidad y en pensiones.

Igualmente adquiere gran importancia profundizar en la liberalización de la economía, de manera que el aumento de la competencia impida que el incremento de la demanda permita elevar, mediante la subida de los precios, las rentas monopolistas de los agentes que ostentan un cierto poder de mercado. Para que los impulsos de la demanda se puedan satisfacer con una respuesta positiva y flexible de la oferta es decir, a través de aumentos de la producción y del empleo y no de los precios deben funcionar adecuadamente los estímulos para la capitalización de las empresas, la contratación de trabajadores y el aumento de la productividad de los fac-

tores. Todo ello requiere tener unos mercados de bienes, factores y servicios eficientes y flexibles.

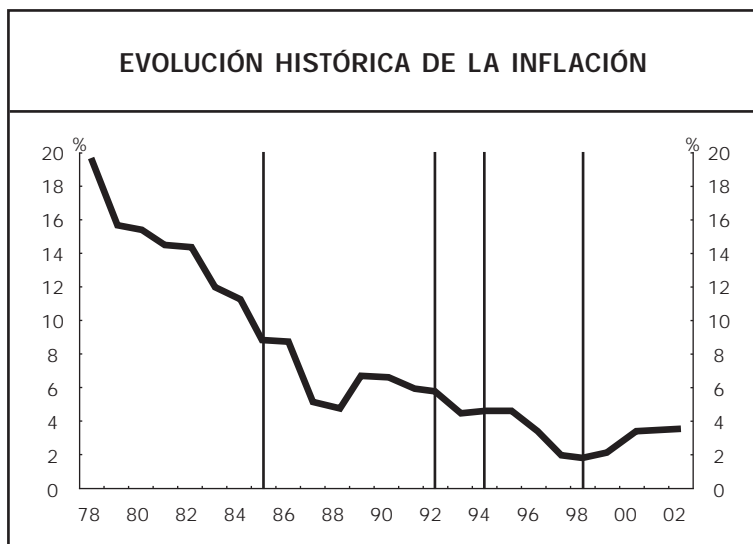
La economía española tiene, en principio, resortes suficientes para afrontar los riesgos que puedan emerger mediante la aplicación de políticas como las que se han descrito, en línea con el esfuerzo realizado en los últimos años, pero todavía queda mucho por hacer para obtener todos los beneficios potenciales del euro en términos de una mayor convergencia real con los países más prósperos del área, beneficios de los que ya se ha estado aprovechando la economía española desde que se consiguió el cumplimiento de los criterios de convergencia que daba acceso a la UEM.

* * *

VI. ANEXO. El control de la inflación en la economía española (tablas)

UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

- REFLEJO DE LA LARGA BATALLA POR LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA
- HACE 26 AÑOS MÁXIMO DE LA HISTORIA RECIENTE: DIFÍCIL PUNTO DE PARTIDA
- CON LA ENTRADA EN LA UEM, CONSOLIDACIÓN DE UN RÉGIMEN DE ESTABILIDAD



LA AGENDA POR LA ESTABILIDAD

- LA APERTURA DE LA ECONOMÍA
- LA CONSTRUCCIÓN DE UNA POLÍTICA MONETARIA ACTIVA
- LA MODERNIZACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y SU SANEAMIENTO
- LA FLEXIBILIZACIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO
- LA CAPACIDAD DE RESPUESTA DE LA OFERTA Y LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

PRINCIPALES PERÍODOS EN LA LUCHA CONTRA LA INFLACIÓN

- DE LOS PACTOS DE LA MONCLOA A LA ENTRADA EN LA COMUNIDAD 1978-1984
- DE LA ENTRADA EN LA COMUNIDAD A LA CRISIS DEL SME (1985-1992)
- DEVALUACIONES, CRISIS Y SANEAMIENTO (1993-1994)
- PERÍODO DE CONVERGENCIA (1995-1998)
- PARTICIPACIÓN EN LA UEM (1999-2003)

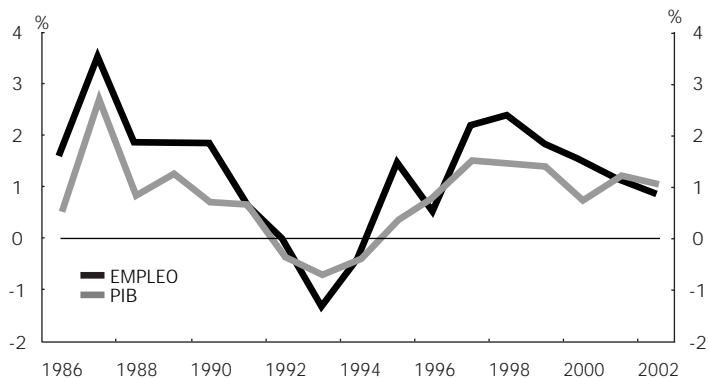
LA INFLACIÓN DENTRO DE LA UEM

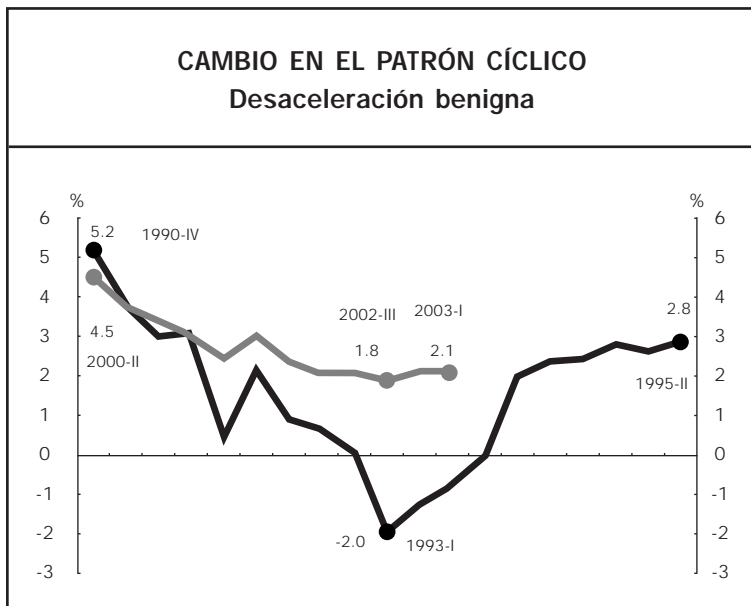
- CAMBIO A UN RÉGIMEN ANCLADO EN LA ESTABILIDAD: CAMBIO DE LA NATURALEZA DE LOS PROBLEMAS
- LA ESTABILIDAD ASEGURADA POR LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN
- EXISTEN FACTORES NACIONALES QUE PUEDEN GENERAR DIFERENCIAS
 - ALCANCE MACRO LIMITADO
 - ALCANCE MICRO POTENCIALMENTE IMPORTANTE
- CAMBIO DE FOCO: DE LA ESTABILIDAD A LA COMPETITIVIDAD
- RECURSOS DE POLÍTICA ECONÓMICA MÁS LIMITADOS
 - NI TIPO DE INTERÉS NI TIPO DE CAMBIO
 - MÁS IMPORTANCIA DE LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA
 - IMPORTANCIA CRUCIAL DE LA FLEXIBILIDAD

EXPERIENCIA DE ESPAÑA EN LA UEM

- BENEFICIOS DE LA ESTABILIDAD DE PRECIOS
- ELIMINACIÓN DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA
- DESCENSO SOSTENIBLE DE TIPOS DE INTERÉS
- AUMENTOS DE LA RIQUEZA REAL Y FINANCIERA
- MODERACIÓN SALARIAL
- DINAMISMO DEL EMPLEO
- PROGRESO EN LA CONVERGENCIA REAL
- CAMBIO EN EL MODELO CÍCLICO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

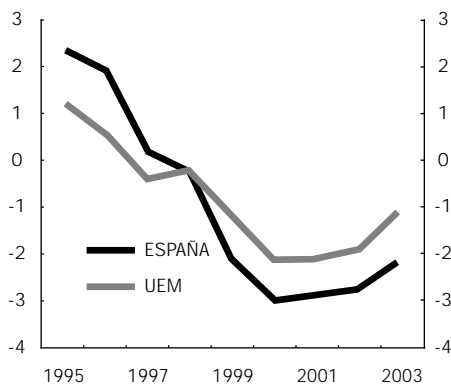
DIFERENCIALES DE CRECIMIENTO Y EMPLEO CON LA UEM



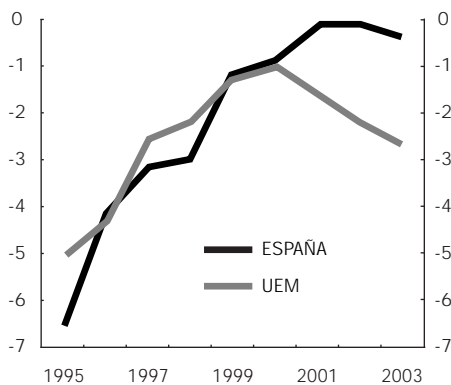


LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN HA RESULTADO HOLGADA A PESAR DE LA POLÍTICA FISCAL

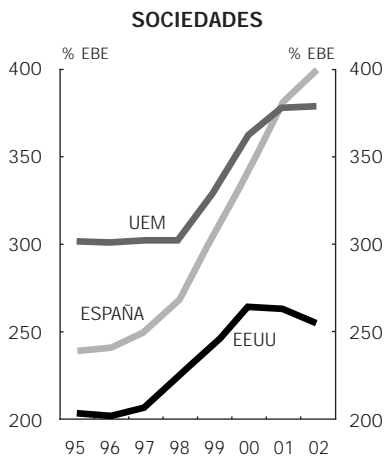
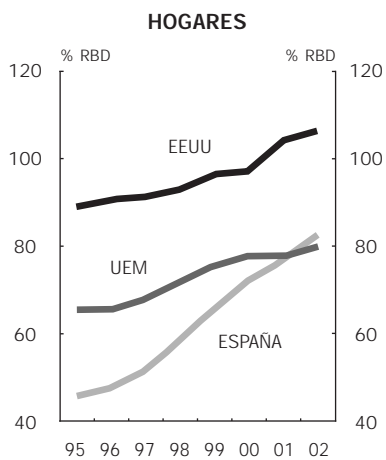
CONDICIONES MONETARIAS



SALDO PÚBLICO

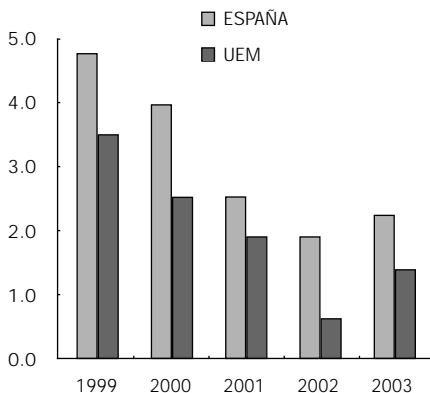


EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO ESPAÑOL

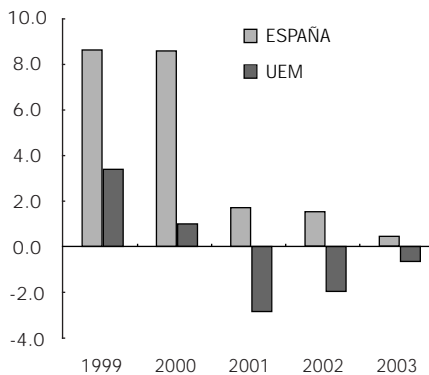


IMPULSO DE LA DEMANDA BASADO EN EL CONSUMO Y LA CONSTRUCCIÓN

CONSUMO PRIVADO



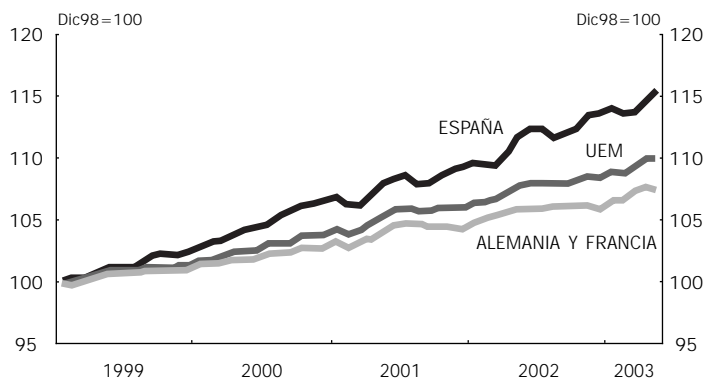
VIVIENDA



RIESGOS DEL PATRÓN DE CRECIMIENTO EN EL TERRENO DE LA INFLACIÓN

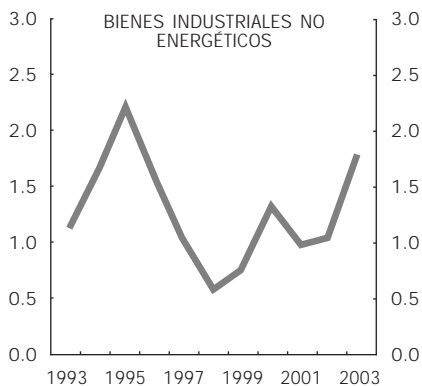
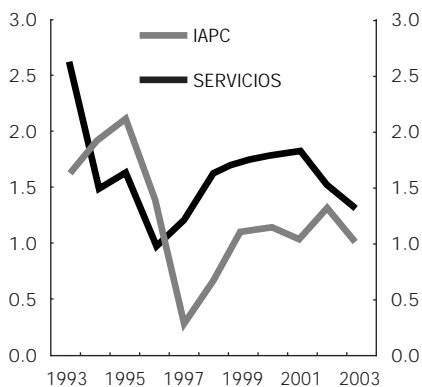
- DIFERENCIALES DE INFLACIÓN: RIESGO PARA LA COMPETITIVIDAD
 - EN AUSENCIA DE POSIBILIDAD DE AJUSTE CAMBIARIO
 - CUANDO EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD ES LIMITADO
- INFLACIÓN DE ACTIVOS REALES: PRECIO DE LA VIVIENDA. RIESGO PARA LA ESTABILIDAD DEL GASTO
 - CUANDO LAS FAMILIAS ESTÁN MUY ENDEUDADAS
 - CUANDO EXISTEN LIMITACIONES POR EL LADO DE LA OFERTA: SUELO, CAPACIDAD EN CONSTRUCCIÓN

DIFERENCIALES DE INFLACIÓN



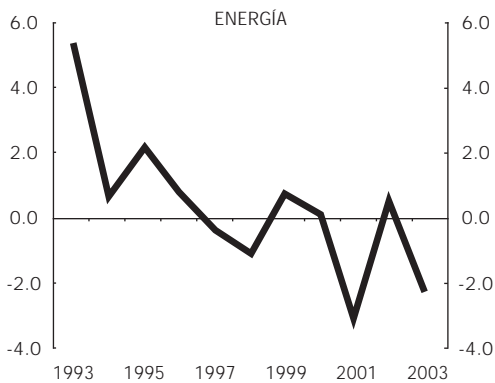
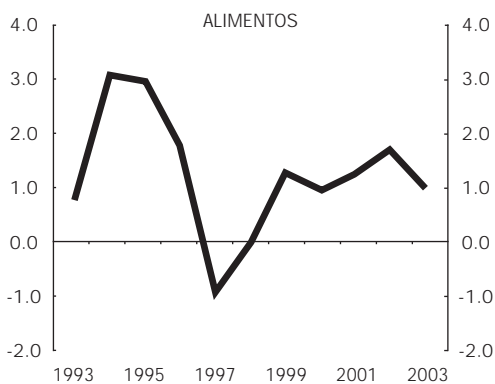
DIFERENCIALES DE INFLACIÓN: IAPC Y PRINCIPALES COMPONENTES

- EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN VIENE DETERMINADO PRINCIPALMENTE POR EL DIFERENCIAL EN LOS SERVICIOS
- EL DIFERENCIAL DE BIENES TAMBIÉN ES POSITIVO, AUNQUE EN PARTE REFLEJA LOS MÁRGENES COMERCIALES



DIFERENCIALES DE INFLACIÓN: ENERGÍA Y ALIMENTOS

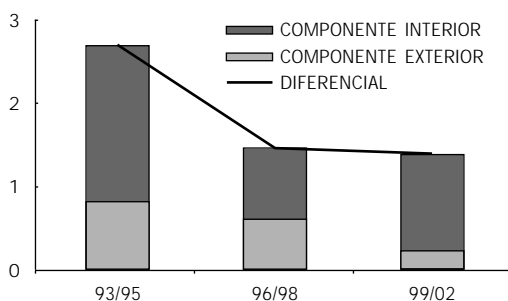
- DIFERENCIAL POSITIVO DE LOS PRECIOS ALIMENTICIOS
- EL DIFERENCIAL DE LA ENERGÍA HA FLUCTUADO EN TORNO A CERO



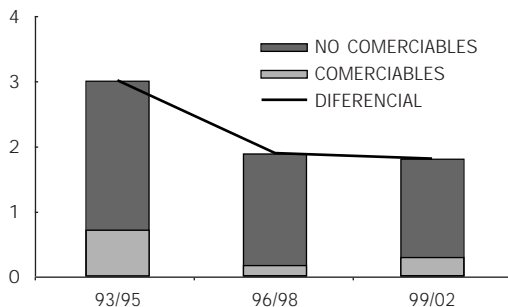
PRECIOS FINALES: FACTORES EXTERNOS E INTERNOS

- CALCULANDO EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LOS DEFLAC-TORES DE LA DEMANDA FINAL SE COMPRUEBA QUE EL COMPO-NENTE INTERIOR ES EL MÁS IMPORTANTE
- A SU VEZ, LOS PRECIOS DE LOS NO COMERCIALES SON LOS QUE MÁS CONTRIBUYEN AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN INTERNA

CONTRIBUCIÓN AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN DE LA DEMANDA FINAL

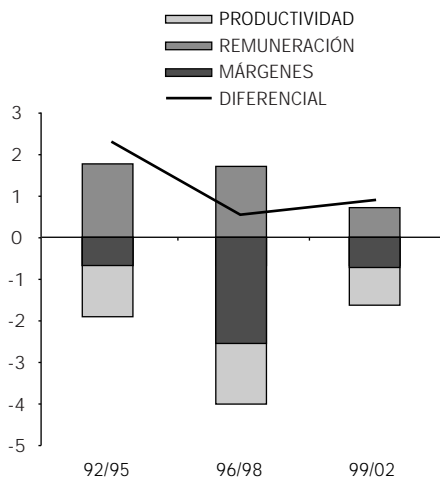


CONTRIBUCIÓN AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN DEL VALOR AÑADIDO



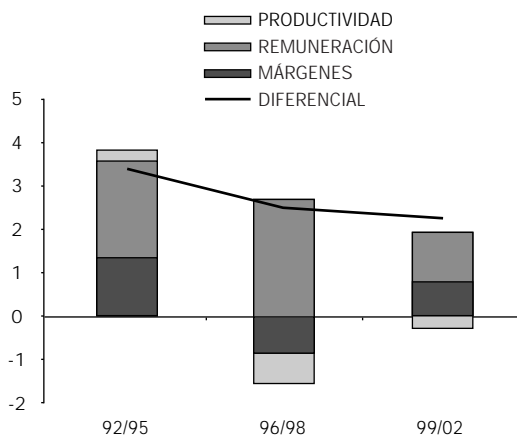
DESCOMPOSICIÓN DEL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN EN EL SECTOR DE COMERCIABLES

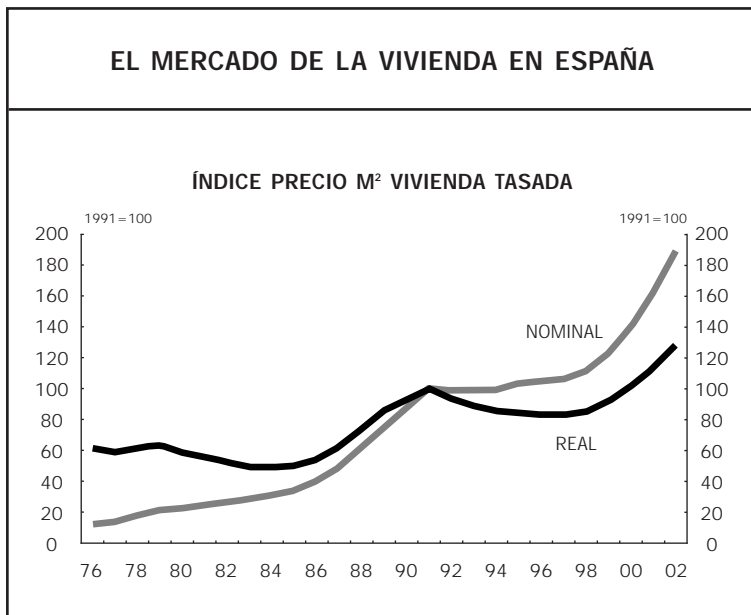
- EN EL SECTOR DE BIENES COMERCIABLES LA COMPOSICIÓN DEL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN HA SIDO MUY SISTEMÁTICA EN LOS NOVENTA
- LOS MÁRGENES SE HAN AMPLIADO MENOS –O SE HAN COMPRIMIDO MÁS– QUE EN LA ZONA DEL EURO
- LOS COSTES LABORALES HAN CONTRIBUIDO SISTEMÁTICAMENTE AL DIFERENCIAL POSITIVO:
 - MENORES GANANCIAS DE PRODUCTIVIDAD QUE EN LA ZONA EURO (NO B/S)
 - LA REMUNERACIÓN HA CRECIDO MÁS –AUNQUE ESTE ES UN RESULTADO ENDÓGENO, DADA LA MAYOR INFLACIÓN–



DESCOMPOSICIÓN DEL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN EN EL SECTOR DE NO COMERCIABLES

- EN EL CASO DEL DIFERENCIAL ENTRE NO COMERCIABLES, A DIFERENCIA DEL SECTOR DE COMERCIABLES, LA AMPLIACIÓN DE MÁRGENES HA SIDO EN GENERAL MÁS INTENSA QUE EN LA ZONA EURO
- LA CONTRIBUCIÓN DE LA REMUNERACIÓN HA SIDO POSITIVA
- POR ÚLTIMO, LA PRODUCTIVIDAD TAMBIÉN HA CONTRIBUIDO AL DIFERENCIAL POSITIVO DE INFLACIÓN EN LA SEGUNDA MITAD DE LOS NOVENTA





EL CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA

- MOTIVADO POR CAMBIOS EN SUS DETERMINANTES FUNDAMENTALES...
 - UN NUEVO CONTEXTO MACROECONÓMICO CARACTERIZADO POR TIPOS DE INTERÉS MÁS BAJOS, MAYOR EMPLEO Y MAYORES RENTAS
 - FACTORES DEMOGRÁFICOS (INCLUYENDO INMIGRACIÓN Y DEMANDA DE SEGUNDAS RESIDENCIAS POR PARTE DE NO RESIDENTES)
- ... PERO AFECTADO TAMBIÉN POR FACTORES COYUNTURALES:
 - RIGIDEZ RELATIVA DE LA OFERTA EN EL CORTO Y MEDIO PLAZO
 - CAÍDAS DE LA RENTABILIDAD DE INVERSIONES ALTERNATIVAS
- LOS FACTORES COYUNTURALES HAN PROPICIADO UNA SITUACIÓN DE SOBREVALORACIÓN, SIMILAR A LA DE EPISODIOS PASADOS

COMENTARIOS FINALES (I)

- LA PERTENENCIA A LA UEM HA CONSOLIDADO UN RÉGIMEN DE ESTABILIDAD MACROECONÓMICA EN ESPAÑA
- LAS CONDICIONES MONETARIAS HAN RESULTADO COMPARATIVAMENTE EXPANSIVAS
- PUEDEN SURGIR RIESGOS EN EL TERRENO DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN Y EN EL ALZA DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA
 - LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN PERSISTENTES PUEDEN EROSIONAR LA COMPETITIVIDAD
 - UNA SOBREVALORACIÓN EXCESIVA DE LA VIVIENDA PUEDE AFECTAR A LA CAPACIDAD FUTURA DE GASTO DE LAS FAMILIAS

COMENTARIOS FINALES (II)

- ES NECESARIO QUE EL MODELO DE CRECIMIENTO SE BASE MÁS EN LA INVERSIÓN EN EQUIPO Y LAS EXPORTACIONES Y MENOS EN EL CONSUMO Y LA CONSTRUCCIÓN
- LA COMPETITIVIDAD A LARGO PLAZO REQUIERE MEJORAS DE PRODUCTIVIDAD
- HAY QUE EVITAR DESEQUILIBRIOS QUE AFECTEN A LA SOSTENIBILIDAD DEL GASTO
 - MODERACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO
 - RECONDUCCIÓN ORDENADA DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA HACIA LA TENDENCIA DETERMINADA POR LOS FUNDAMENTOS