

Álvaro Anchuelo Crego (dir.)
Consecuencias económicas del euro

Madrid, Civitas, 1998

J. Colino Sueiras y A. García Sánchez (dirs.)

**España y Maastricht:
ventajas e inconvenientes**

Madrid, Civitas, 1998

Juan Carlos Jiménez (ed.)

**La economía española
ante una nueva moneda: el euro**

Madrid, Civitas, 1998

JOSE AIXALA PASTO

Universidad de Zaragoza

Desde que en 1998 se establecieron los tipos de cambio bilaterales, que debían ser ratificados el primer día de 1999, y suponían la fijación irrevocable de las paridades monetarias como paso previo a la desaparición de las monedas nacionales en la mayoría de los países de la UE, un buen número de publicaciones han tratado de evaluar el impacto que la Unión Monetaria Europea (UME) puede tener sobre el conjunto de las economías en general, y para la economía española en particular. De los trabajos disponibles al respecto, analizamos aquí los tres libros colectivos anteriormente citados, en cada uno de los cuales diferentes autores argumentan sobre aspectos diversos relacionados con la UME, lo cual no impide un resultado conjunto coherente y con la necesaria ligazón entre las partes. Comentaremos lo más relevante sobre los citados trabajos en las páginas que siguen.

El trabajo dirigido por A. Anchuelo Crego se estructura en tres partes y un epílogo. La parte primera se refiere a cuestiones previas relacionadas con la UME, centradas en las experiencias históricas de uniones monetarias en la Europa

del siglo XIX y en el comportamiento de los mercados financieros durante el período transitorio desde marzo de 1998 hasta enero de 1999. La segunda parte incide sobre las políticas económicas en el marco de la moneda única, así como la repercusión que éstas tendrán sobre la evolución del tipo de cambio del euro y sobre terceros países. La parte tercera, destinada a analizar otras consecuencias económicas del euro, centra su atención, una vez analizados los costes y beneficios de la UME, en la competitividad exportadora de las empresas, las posibilidades de crecimiento económico en el área del euro, y los efectos de la moneda única sobre el empleo. Por su parte, el epílogo reflexiona acerca de las implicaciones que puede tener la futura ampliación de la UE hacia los países del Este.

Mucho se habla de la UME en este fin de siglo, y mucho se escribe a propósito de los grandes retos que ésta se plantea para la próxima centuria. Pero X. Tafunell se encarga de recordarnos que no es la primera vez que en Europa se producen uniones monetarias. Ya en el siglo XIX se pusieron en marcha tres, bien es cierto que en un contexto institucional distinto al actual, basado entonces en patrones metálicos, y con un nivel de integración económica entre los países también diferente. En su análisis, X. Tafunell pone el énfasis en examinar, para la Unión Monetaria Latina (UML), La Unión Monetaria Escandinava (UMS) y la Unión Monetaria Alemana (UMA), aspectos relacionados con los beneficios que éstas generaban como consecuencia de la reducción de los costes de transacción, y con la posibilidad de que en el seno de alguna de ellas apareciera un país con conducta de *free-rider* desde el punto de vista de la disciplina monetaria, analizando a su vez si estas uniones supusieron efectivamente una mayor coordinación de las políticas monetarias entre los países. Las conclusiones a las que llega ponen de manifiesto que, si bien en la UMS se produjo un alto grado de sustituibilidad entre las diferentes monedas y también de convergencia nominal en precios y tipos de interés, en las otras dos se produjeron situaciones de distribución asimétrica de los beneficios derivados de la unión, debido a la excesiva emisión de dinero fiduciario por parte de algunos países miembros, como fue el caso de Italia en la UML o de Austria en la UMA, lo que en este último ejemplo condujo a su obligado abandono de la unión. Por otra parte, sólo la UMA, que acabó por constituir un banco central único y una unidad política, pudo sobrevivir cuando el final del patrón oro dio paso a la ya conocida crisis monetaria y financiera internacional.

Por otro lado, y aún en la primera parte del libro, J. Sicilia analiza el comportamiento de los mercados financieros frente al período transitorio. Propone como argumento la posibilidad de definir una curva de tipos de interés que pueda servir como referencia para todos los países del área del euro durante el período transitorio previo a la fijación irrevocable de los tipos de cambio; es decir, desde marzo de 1998 hasta enero de 1999. Obviamente, los tipos de interés fueron distintos para cada país durante el año 1998 pero, teniendo en cuenta que los tipos de cambio bilaterales fijados ese año pueden entenderse como tipos a plazo crebles por parte de los agentes económicos, se comprueba empíricamente que las curvas descontadas por los mercados en ese momento para principios de 1999 eran prácticamente idénticas para todos los países. Esto se puede interpretar, a juicio del autor, como un anticipo por parte de los operadores en los mercados financieros

de lo que se esperaba a propósito de cómo iba a instrumentarse la política monetaria única, una vez que ésta comenzara su andadura en 1999, y por ello el mercado estaba cotizando ya curvas en euros. Se observa, además, en los resultados obtenidos, que para aquellos países no integrantes del euro en primera instancia las curvas marcaban perfiles claramente distintos.

La segunda parte del libro, dedicada a las políticas económicas en el área del euro, se inicia con el trabajo de I. Mauleón sobre la política monetaria común. Comienza analizando la política monetaria reciente en España y sus dificultades para controlar la inflación, con el resultado de altos tipos de interés a corto plazo, destacando que la convergencia europea en tasas de interés ha propiciado que nuestro país tuviera una curva de tipos calificada como “normal”, en el sentido de que es creciente con el tiempo. Posteriormente se ocupa de la política monetaria única y de la posible dificultad para instrumentar su adecuada gestión destinada al control de los precios, sobre todo si el Banco Central Europeo (BCE) tiene que soportar presiones que le lleven a plantearse como objetivo fomentar el crecimiento económico a corto plazo. Con vistas al adecuado desarrollo de dicha política, el autor reflexiona sobre qué objetivo intermedio controlar, dado el objetivo final de estabilidad de precios, y lleva a cabo un análisis a propósito de las ventajas e inconvenientes de cada uno de los posibles; a saber: tipo de cambio, tipo de interés, renta nominal, cantidad de dinero, y control directo de la inflación. Aboga finalmente por un objetivo intermedio mezcla de los dos últimos, lo que supone una vigilancia de los agregados monetarios combinada con el control directo de la inflación logrado a través del seguimiento de las condiciones monetarias. De esta forma se evitan los inconvenientes que aparecen si se opta por uno solo de los dos, ya que, por un lado, la innovación financiera hace cada vez más difícil el control del crecimiento monetario, amén de la inestabilidad de la demanda de dinero y, por otra parte, la utilización en exclusiva de un índice de condiciones monetarias podría llevar a la aparición de dificultades por lo que respecta a su adecuada y correcta interpretación.

M. Camarero y C. Tamarit nos aproximan a la dimensión exterior del euro, girando su argumentación en torno a dos cuestiones básicas. Por una parte, se preguntan por la posible evolución a corto plazo del tipo de cambio del euro y, por otra, tratan de evaluar el papel del euro como divisa mundial. Con respecto a la primera cuestión, el euro evolucionará de acuerdo con las expectativas que se formen los agentes económicos en los mercados de cambios, las cuales descuentan la política monetaria previsible del BCE, que puede ser utilizada para alcanzar el equilibrio interno de inflación y crecimiento, quedando el tipo de cambio del euro como variable endógena, o alternativamente teniendo como punto de referencia permanente la paridad del euro frente al dólar y al yen, con lo cual el equilibrio interno quedaría subordinado a este objetivo. Respecto al papel del euro en la escena financiera internacional, su creación añadirá una mayor simetría monetaria en el mundo y un mayor equilibrio de fuerzas entre el área del euro, la del dólar y la del yen. Ello plantea, lógicamente, la necesidad de una mayor coordinación de políticas económicas, no sólo en los países europeos, sino también a escala mundial, con el fin de evitar desajustes cambiarios no deseados entre las principales monedas, para lo cual el establecimiento del algún tipo de “zona objetivo” que

condicione las oscilaciones cambiarias resultaría útil, con el fin de prevenir alteraciones bruscas en las expectativas que pudieran desencadenar crisis financieras internacionales como las vividas recientemente.

Los aspectos fiscales de la UME, así como su repercusión para España son tratados por A. Anchuelo. En primer lugar, se pone de manifiesto que la austeridad presupuestaria exigida a los países de la zona del euro se justifica por el hecho de que, estando la política fiscal en manos de cada país, la indisciplina de uno de ellos en este terreno podría llevar a una elevación de los tipos de interés en toda la zona de la moneda única. Posteriormente, se analizan los determinantes de la evolución de la deuda pública en términos de PIB, dado un *stock* de deuda acumulada previamente, así como su relación con los déficit públicos. En el modelo presentado, si el tipo real de interés resulta inferior a la tasa de crecimiento real del PIB, la deuda pública caerá en términos de PIB si no se producen déficit primarios que lo impidan. Estos razonamientos se utilizan posteriormente para explicar la evolución de la deuda pública española desde los setenta hasta la actualidad, que se manifiesta adoptando un valor estable y reducido en términos de PIB durante los setenta, pero que incrementa de forma notable desde los primeros ochenta hasta 1996. Las perspectivas de futuro para este indicador son analizadas en el marco de las exigencias que impone el Pacto de Estabilidad a partir de las condiciones fiscales derivadas del Tratado de Maastricht, y se propone una simulación para varios escenarios posibles dependiendo del tipo de interés, la tasa de inflación, la tasa de crecimiento económico real y el superávit primario. Como es de esperar que el tipo de interés real no tenga demasiado margen de variación en el contexto de la unión monetaria, será el superávit primario la variable que determine la evolución de la deuda en los próximos años.

La tercera parte del libro se inicia con un análisis teórico sobre los costes y beneficios de la UME. R. Llorca y J. A. Martínez Serrano, partiendo de la teoría de las áreas monetarias óptimas, señalan que, cuando un conjunto de países renuncian al tipo de cambio y a la política monetaria como instrumentos de ajuste, se requiere una elevada flexibilidad de precios y salarios para mantener la competitividad exterior, así como una elevada movilidad del factor trabajo para afrontar mejor los problemas de desempleo derivados de perturbaciones asimétricas. En los países de la UE esta movilidad laboral no existe, debido a un conjunto de barreras institucionales, culturales y lingüísticas, por lo que la presencia de *shocks* asimétricos sólo podría ser mitigada, para los países perjudicados, mediante la acción estabilizadora de una inexistente política presupuestaria común. En consecuencia, la aparición de *shocks* de esta naturaleza podría poner en peligro la estabilidad de la UME, por lo que los autores evalúan la posibilidad de que esto ocurra, basándose en el grado de integración entre las economías europeas, en su grado de apertura y en la flexibilidad de sus mercados. La conclusión a la que llegan en su análisis es que la UE se asemeja bastante a lo que denominaríamos un área monetaria óptima y, por tanto, resulta bastante improbable que aparezcan problemas de asimetría, incluso en España, a pesar de ser el nuestro un país “periférico” y de que en su estructura productiva tengan mayor protagonismo los sectores con bajo contenido tecnológico. De todas formas, concluyen, nuestro mayor

nivel de desempleo exige una mayor flexibilidad laboral para poder ser reducido en el ámbito de una unión monetaria.

V. Donoso analiza la competitividad exportadora desde la perspectiva de la empresa española. Partiendo del concepto de competitividad como capacidad de un país para incrementar la cuota de mercado mundial paralelamente al incremento de su renta per cápita, señala que la unión monetaria supone la aparición de un escenario capaz de afectar a la capacidad competitiva de las empresas, debido a la ausencia de tipo de cambio como instrumento de política comercial, a la presencia de una política macroeconómica de carácter estabilizador, y a la mayor integración comercial y financiera que incrementará el nivel de competencia en los mercados europeos. Atendiendo al concepto de competitividad por la vía de los precios, las empresas españolas se encuentran en desventaja frente a sus competidoras, pero se apunta la posibilidad de que puedan desarrollar políticas de abaratamiento en los precios, no exactamente basadas en bajos salarios, sino en las externalidades que proporcionarían mejores infraestructuras, en la acumulación de capital humano y tecnología, y en economías de escala en aquellos sectores donde sea posible por la existencia de rendimientos crecientes. Ahora bien, no podemos hablar sólo de una competitividad vía precios, sino también de una competitividad estructural basada en la diferenciación de producto, tanto de carácter vertical como horizontal, y en un conjunto de prácticas que aumenten la elasticidad-renta de las exportaciones, al hacer que nuestros productos sean más atractivos en el exterior. Para el autor, tanto en el ámbito de las infraestructuras, tecnología y capital humano, como en el ámbito de la competitividad estructural, nuestra economía ha realizado grandes esfuerzos y ha logrado notables avances, pero queda aún mucho camino por recorrer, lo que ofrece un margen para la actuación pública encaminada a mejorar la competitividad exterior de nuestras empresas.

Las posibilidades de crecimiento económico en el ámbito del euro son evaluadas por R. Myro desde una doble perspectiva: en primer lugar, por el incremento del PIB resultante de una mejora en la eficiencia con que se utilizan los recursos productivos, y en segundo lugar por la presencia de una mayor tasa de crecimiento a largo plazo derivada de la unión monetaria. El primero de estos dos efectos tiene un carácter fundamentalmente estático, y se deriva de la desaparición de barreras al comercio y a la inversión extranjera, barreras que sí estaban presentes cuando varias monedas convivían en escena europea en forma de costes de transacción, riesgo de cambio, segmentación de mercados y menor transparencia en la formación de los precios. El segundo efecto al que se refiere, y que se traduce en una mayor tasa anual de crecimiento, presenta un carácter dinámico. En realidad, la mayor eficiencia estática antes aludida ya produce de hecho un incremento de la productividad de los factores, lo cual acelera la inversión e incrementa la tasa de crecimiento de la renta per cápita; pero los efectos dinámicos se derivan también del estímulo que un escenario de baja inflación supone para el ahorro y la inversión, y de la reducción del coste de uso del capital derivado de menores tipos de interés a largo plazo, lo cual, al comparar esta variable con la rentabilidad esperada, favorece la materialización de nuevos proyectos inversores. En esta línea de razonamiento, como los países periféricos cuentan con un mayor margen para obtener ganancias de eficiencia de carácter estático, y en ellos se ha

producido en mayor medida el descenso de la inflación y tipos de interés, es de esperar que generen un mayor impulso de crecimiento y se acentúe así en la UE la convergencia en renta per cápita. A juicio del autor, la amenaza que pesa sobre estos países en forma de *shocks* asimétricos que comprometan su crecimiento es ahora menos probable, dada su estructura productiva cada vez más similar a la de los países centrales.

R. Muñoz de Bustillo reflexiona en torno a los efectos que la UME puede tener sobre el empleo en Europa. Observa que el problema del paro afecta con intensidad muy distinta a unos países y a otros, y que el sistema de protección al desempleo es también diferente. Adicionalmente, la evolución de los costes laborales unitarios reales, así como de las instituciones y características del mercado de trabajo en cada uno de los países, pone de manifiesto importantes divergencias, lo que permite afirmar que no estamos en presencia de un mercado de trabajo único. En este contexto, se reproduce un debate sobre si las medidas contractivas que suponían el objetivo de convergencia europea representaban una amenaza para la creación de empleo, entendiendo que la argumentación es distinta según situemos en horizonte temporal en el corto o en el largo plazo. En todo caso, la UME tendrá efectos sobre el empleo de distinto signo: por un lado, las ganancias de eficiencia económica y el previsible incremento de la inversión incidirá positivamente, mientras que la ausencia de políticas monetaria y cambiaria nacionales puede incidir negativamente en presencia de *shocks* asimétricos. El desempleo en la UE obedece básicamente a tres causas: coyunturales, derivadas de recesiones puntuales en el ciclo económico; estructurales, derivadas de la presencia en el tejido económico de sectores con escaso dinamismo, y tecnológicas, derivadas de un proceso de sustitución de trabajo por capital como consecuencia del cambio técnico. Para atajar este desequilibrio en el mercado de trabajo, sostiene el autor que no existe una política de empleo a escala europea, y todo intento en este sentido queda reducido a recomendaciones que afectan a los Estados miembros en particular, lo cual les sitúa como principales protagonistas en la lucha contra el paro, a la vez que pone de manifiesto la dificultad de que la solución a este problema adquiera una dimensión auténticamente europea.

La última parte del libro pone el acento en las implicaciones que para la UE en general, y para España en particular, tendrá la futura ampliación hacia el Este. C. Martín e I. Sanz analizan las repercusiones que dicha ampliación tendrá sobre los flujos comerciales y de inversión extranjera, así como su impacto en el presupuesto comunitario sobre la base de las cifras suministradas por la *Agenda 2000*. Con respecto a la primera cuestión, si bien la ampliación puede considerarse para los actuales países de la UE como una oportunidad de nuevos mercados para exportar e invertir, no es menos cierto que para nuestro país puede suponer una merma de la inversión extranjera recibida, que después se dirigirá en mayor medida hacia estos nuevos países incorporados, y también una reducción de nuestras exportaciones a la UE y a terceros países, ya que los nuevos socios es de esperar ganen cuota de mercado en estos espacios geográficos. Resaltan, como cuestión significativa, que España tiene en la actualidad una escasa presencia relativa, tanto en comercio como en inversión, en los países del Este candidatos a ser miembros de la UE, lo cual interpretan los autores como una falta de capacidad

para anticiparse a los acontecimientos futuros y para aprovechar las potencialidades que se abrirán después de la ampliación. Por lo que respecta a la cuestión del impacto presupuestario, los países candidatos se caracterizan por tener un importante sector agrario en términos de PIB, una baja renta per cápita y una necesidad apremiante de reformas estructurales, lo que supondrá destinar hacia dichos Estados un importante montante presupuestario en forma de política agraria y políticas de cohesión. Ello implica, ante la imposibilidad de incrementar los recursos, una reducción de la financiación que reciben los actuales miembros, cuestión que afectará lógicamente a España, importante receptora de este tipo de fondos.

* * *

El segundo libro analizado, dirigido por J. Colino Sueiras y A. García Sánchez, plantea un debate abierto y desde diferentes perspectivas teóricas, pero también ideológicas y políticas, a propósito de la racionalidad de los criterios de convergencia nominal fijados para la entrada en la UME, y de si este proceso representa más ventajas o inconvenientes para los países que lo han seguido, en particular para España.

J. Colino inicia el citado debate atendiendo a los criterios de convergencia y a su grado de cumplimiento. Señala como cuestión previa que, al ser el PIB por habitante la resultante de la productividad del trabajo y la tasa de empleo, conviene analizar estas variables para el caso español. Los datos ponen de manifiesto que nuestro país presenta, como elemento más llamativo, una proporción de población ocupada con respecto a la población total claramente inferior a la media europea, por lo que es nuestra escasa capacidad para generar empleo lo que fundamentalmente nos separa de la convergencia real europea. En este contexto, podría interpretarse que los restrictivos criterios de convergencia nominal impuestos en Maastricht entran en contradicción con una rápida reducción del desempleo; ahora bien, según el autor, si contemplamos la cuestión con una perspectiva de medio y largo plazo, los ajustes realizados en función de dichos criterios provocarán mayor crecimiento económico y generación de empleo. Analizando uno por uno los criterios exigidos, el autor sostiene, por lo que respecta a la estabilidad cambiaria, que el desplome que sufrió la peseta a partir de 1992 tuvo la virtud de corregir la falta de competitividad de la economía española vía precios y, en consecuencia, se puede pensar que en el futuro nuestra economía podría echar en falta este instrumento; pero no es menos cierto que lo deseable sería atacar la raíz del problema evitando situaciones inflacionistas en nuestro país sobre la base de una mayor disciplina. Con respecto a los criterios referidos a precios, tipos de interés y finanzas públicas en términos de déficit y deuda, sostiene que la corrección de estos desequilibrios macroeconómicos supone un posicionamiento favorable para la economía española en sus aspiraciones con vistas a incrementar el nivel de empleo en el futuro.

A. García Sánchez analiza las debilidades del proceso de convergencia nominal diseñado para Europa. La interdependencia económica derivada de la globalización de la economía internacional, con su generación de externalidades para los diferentes países, supone una pérdida de autonomía de los Estados nacionales, a la vez que crea las condiciones para obtener ventajas derivadas de la coordinación de políticas económicas. Ahora bien, para que exista consenso sobre dicha coordi-

nación, se requiere que la valoración hecha por cada país a propósito de los efectos externos y las restricciones generadas no sea muy diferente; de lo contrario, se puede incluso esperar que alguno actúe como *free-rider*, adoptando una estrategia no cooperativa en un supuesto ambiente de coordinación. Trasladando estos razonamientos a la UE, el autor sostiene que el elevado volumen de comercio intracomunitario hace necesaria la coordinación de políticas económicas entre los países que la componen, pero, a su juicio, la coordinación impuesta en la UE presenta un punto débil fundamental, cual es la falta de una verdadera armonización fiscal. Sostiene que existe una cierta lógica en poner por delante la coordinación monetaria, ya que se trata de una condición necesaria ante la libertad internacional de circulación de capitales y el acuerdo de mantener tipos de cambio fijos, pero señala que las grandes diferencias existentes en materia de legislación fiscal pueden llevar a estrategias competitivas para atraer capitales y actividades económicas hacia algunos países en perjuicio de otros, con el argumento de un mejor trato fiscal, lo cual perjudicaría a los más necesitados de ingresos públicos, al encontrarse su gasto más comprometido con el crecimiento económico debido a la mayor necesidad de inversión pública.

Los problemas surgidos en la transición hacia la UME son analizados por P. de Grauwe, que lanza un interrogante sobre la validez de los criterios de convergencia impuestos en Maastricht, cuando la teoría de las áreas monetarias óptimas pone básicamente el acento en la flexibilidad y movilidad laboral. La respuesta, por lo que al criterio de inflación se refiere, es que un país con baja inflación reduce su bienestar al constituir una unión monetaria con un país más inflacionista, ya que se espera que la inflación de la unión se sitúe entre las tasas de los dos, por lo que el primero no tendrá interés en formar una unión monetaria a no ser imponiendo condiciones en este sentido. Un razonamiento similar se puede aplicar a la convergencia presupuestaria, pues si un país cuenta con un elevado porcentaje de deuda pública respecto al PIB genera incentivos en su gobierno para producir una mayor inflación, ya que en este caso disminuye el valor real de los bonos a largo plazo, por lo que el tenedor de bonos pierde y el gobierno gana. El argumento de convergencia en tipos de interés estriba en que, si existen diferencias amplias en esta variable antes de que se forme la unión monetaria, al implicar dicha unión tipos de cambio fijos y, por ello, ausencia de riesgo cambiario, los precios de los bonos denominados en diferentes monedas variarán unos con respecto a otros hasta que los rendimientos esperados se igualen, por lo que sus poseedores experimentarán ganancias de capital, unos, y pérdidas otros. En suma, existen razones para abogar por la convergencia nominal, pero también para pensar que la estrategia de Maastricht ha sido parcialmente responsable del bajo crecimiento económico durante los años noventa, y de que los países con peor trayectoria histórica antiinflacionista y en política fiscal hayan tenido mayores dificultades para converger, debido precisamente a su menor reputación inicial. Frente a estos hechos, el autor sugiere y argumenta que la estrategia seguida para la transición hacia la unión monetaria no era la única posible, y plantea como alternativa haber creado una unión monetaria con reglas claras, una rápida transición y sin necesidad de una fuerte convergencia previa.

J. García Solanes incide en la doble interpretación a que se han visto sometidos los criterios de Maastricht en los últimos años, una rígida y otra más flexible, justificando el hecho de que se haya producido una cierta relajación en alguno de ellos. Sostiene que, si bien los criterios de inflación y tipos de interés no admiten más que una interpretación estricta, la estabilidad cambiaria, después de la crisis del SME y la ampliación de las bandas en 1993, admitía una interpretación mucho más laxa y, por lo que respecta a las cuentas públicas, aunque los países centrales han mantenido una postura más dura con el fin de garantizar la solidez del euro desde el principio, entiende que existían bases en el Tratado para flexibilizar su interpretación, planteando, no el valor absoluto de las cifras, sino su evolución y sostenibilidad a medio plazo. Además, ofrece el autor argumentos teóricos, y no sólo jurídicos, para aceptar esta mayor flexibilidad, ya que al permitirse una mayor participación de países en la moneda única, el cumplimiento de los criterios de convergencia en su conjunto se produce de manera más holgada y con menores costes. Pensemos, en este sentido, que ante las expectativas de una unión monetaria de amplia base, los tipos de interés nacionales tienden a converger al desaparecer el riesgo cambiario, lo cual contribuye a reducir la carga financiera del déficit y la deuda en algunos países. Finalmente, reflexiona en torno al papel que va a desempeñar el SME-bis, en el que los países *out* deberán dar muestras suficientes de que se mantienen en el camino de la convergencia para que sus monedas puedan mantener la estabilidad, y señala la posibilidad de que dichos países puedan utilizar todavía el tipo de cambio para hacer frente a posibles, aunque improbables, perturbaciones de oferta que les afecten particularmente.

F. McDonald analiza algunas consideraciones microeconómicas de la UME. La literatura sobre las áreas monetarias óptimas indica que, a pesar de la pérdida del tipo de cambio, una unión monetaria puede resultar beneficiosa para países con niveles similares de desarrollo, mercados de producto diversificados y un alto nivel de intercambios entre ellos, además de una alta movilidad y flexibilidad laboral. A juicio del autor, en la UE faltan algunos de estos elementos imprescindibles para el éxito de la UME: en particular la movilidad laboral es baja, así como la flexibilidad de salarios y precios; a su vez, los niveles de desarrollo y los patrones de comercio de los países europeos presentan diferencias importantes. Ahora bien, si un tipo de cambio flexible puede constituir una herramienta para hacer frente a perturbaciones externas cuando no existe flexibilidad salarial y la movilidad laboral es baja, la evidencia empírica demuestra que esta hipotética ventaja puede quedar anulada por las consecuencias inflacionistas de una devaluación. En este contexto, la UME conducirá a cambios importantes en las condiciones de costes de las empresas y en el entorno macroeconómico y competitivo en el que se desenvuelven, produciéndose una mejora en la eficiencia derivada de la eliminación de costes de transacción y de la mayor transparencia en la formación de precios. A su vez, los criterios de convergencia han operado ya de forma significativa en el comportamiento empresarial, sobre todo en aquellos países con una historia de mayor indisciplina monetaria y fiscal, cuyo esfuerzo de adaptación ha sido, lógicamente, mayor, ya que en ausencia del tipo de cambio se requiere la reducción de costes laborales unitarios, adaptando los salarios a la productividad del factor trabajo. Por último, el incremento de la competencia puede entrañar

mayores problemas para las empresas situadas en países periféricos, con peores condiciones para competir por la vía de reducción de costes e incrementos de productividad. De ahí el papel que deben jugar los fondos estructurales a la hora de promover infraestructuras y capital humano en esos países.

Las consecuencias que para la economía española ha tenido y tiene el esfuerzo necesario para alcanzar la convergencia nominal son analizadas por A. Torrero. Se manifiesta en contra de haber fijado una fecha fija para la puesta en marcha de la UME, ya que, ante un escenario internacional presidido por potentes y liberalizados mercados financieros, la incertidumbre sobre el cumplimiento de los criterios por parte de algún país podía haber originado graves problemas. Así, el autor se alinea con los que él denomina “economistas” frente a los “monetaristas”, en el sentido de que los primeros han defendido una armonización previa y progresiva de las economías, lo cual llevaría a la formación de la unión monetaria casi de forma automática, mientras los segundos entienden que la unión monetaria, constituida incluso sin necesidad de convergencia, generaría por sí misma el acercamiento de las economías y aceleraría el proceso. Sostiene que, efectivamente, una unión monetaria elimina la incertidumbre asociada a las fluctuaciones cambiarias, pero por contra puede generar incertidumbres aún mayores si los agentes evalúan que alguno o varios países tienen dificultades insalvables para mantenerse en la carrera por la convergencia. En este sentido, cita a Keynes como argumento de autoridad al proponer la reducción del nivel de incertidumbre como elemento favorecedor de la inversión productiva, y recurre a la experiencia española de 1992 para ilustrar una *shock* de expectativas que tuvo consecuencias muy negativas para nuestro país ante la sobrevaluación de la peseta de años anteriores, señalando que en un contexto actual de ausencia de políticas monetaria y cambiaria nacionales, un diferencial de inflación en contra de nuestro país deberá ajustarse por la vía de reducción de costes, especialmente salariales, lo cual repercutiría directamente sobre aquellos sectores más expuestos a la competencia internacional. Si la economía española tiene dificultades para llevar a cabo este ajuste, ello generará elevados costes en términos de capacidad productiva y empleo.

Un planteamiento muy crítico a propósito de la UME lo lleva a cabo J. F. Martín Seco, al señalar que Europa es una realidad heterogénea, y que la propia UE, tal como está estructurada, ni es europea ni va a constituir en realidad una unión. Comienza poniendo el acento en el déficit democrático, al recaer las decisiones más importantes en la Comisión, lo cual ha dejado fuera de los procesos decisionales a los ciudadanos. Ello ha llevado a que, prácticamente sin discusión ni debate, se nos haya presentado la integración monetaria como algo inevitable y como un proceso carente de costes. Por otra parte, sostiene que el BCE, con su independencia, podrá subordinar toda su política al objetivo principal de estabilidad de precios, colocándose al margen de las preferencias sociales, con una política económica que fuerza a los gobiernos y sindicatos a moderar sus pretensiones económicas bajo la amenaza de crisis y desempleo. En este contexto, y ante la ausencia de una política social comunitaria, se corre el riesgo de que los países tengan que mejorar su competitividad incidiendo de forma permanente sobre los costes laborales y, ante la ausencia de una verdadera armonización fiscal, los países tenderán a reducir la tributación de las rentas no salariales para atraer capitales

exteriores y evitar la salida de los nacionales. Pero no sólo se ha renunciado a la política monetaria, sino que la propia política fiscal de los países se encuentra prácticamente sin margen de maniobra, quedando los fondos estructurales como únicos garantes de la cohesión económica y social, con lo cual se puede esperar que la convergencia monetaria aumente las divergencias en renta per cápita. Por ello, el autor se pregunta finalmente si es posible mantener un sistema de tipos de cambio fijos o una moneda única entre países económicamente tan diferentes como los de la UE, señalando que el elevado desempleo generado durante los noventa puede tener su continuidad una vez constituida la UME.

Finaliza el libro con dos argumentaciones que se posicionan a favor de la UME, de la participación de España en la misma, y de la necesidad de adoptar medidas de flexibilización, aunque desde posiciones ideológicas y planteamientos políticos diferentes. Por un lado, L. Gámir, sostiene que España ha progresado económicamente a golpe de integraciones económicas y aperturas al exterior, y que la pertenencia a la UME supondrá para nuestro país, además de la reducción de costes de transacción y de incertidumbre cambiaria, participar de lleno en uno de los tres bloques más relevantes de la economía mundial por lo que a procesos decisionales se refiere. No haber entrado en la UME hubiese supuesto para España un elevado coste en términos de falta de credibilidad y confianza para las inversiones financieras y reales. Argumenta que la convergencia nominal es una condición necesaria, aunque no suficiente, para la convergencia real, minimizando la posibilidad de que aparezcan *shocks* de oferta asimétricos que afecten especialmente a nuestro país, y sostiene que los criterios de convergencia nominal no son en absoluto perjudiciales en términos de desempleo, puesto que España lleva ya muchos años realizando esfuerzos para alcanzar dicha convergencia, de forma que la UME no supone más que la culminación de un proceso.

Por otro lado, J. M. Eguiaray entiende que si no existiera Maastricht, los países deberían igualmente poner en marcha criterios de convergencia nominal como paso previo para la convergencia real. La ausencia de políticas monetaria y de tipo de cambio individualizadas para cada uno de los países puede y debe compensarse con el margen que todavía ofrece la política fiscal y presupuestaria, así como con políticas de oferta que mejoren el funcionamiento de los mercados. Recuerda el autor que la historia económica reciente en España se escribe en forma de pérdidas de competitividad restauradas con planes de estabilización y devaluaciones, por lo que en el futuro deberemos utilizar instrumentos diferentes a los que tradicionalmente hemos empleado. Nuestra economía deberá ser más flexible para afrontar pérdidas de competitividad y, en su caso, evitarlas, o de lo contrario se producirán efectos muy negativos sobre la actividad y el empleo. No comparte la opinión, vertida por algunos, de que no participando en la UME España tendría una mayor autonomía a la hora de gestionar su política económica de forma aislada, ya que en un contexto internacional abierto y de libertad de circulación de capitales, los mercados penalizarían las actuaciones heterodoxas en forma de primas de riesgo, por lo que el supuesto margen de maniobra no existiría en realidad.

* * *

El libro dirigido por J. C. Jiménez se encuentra estructurado en dos partes y un epílogo. La primera parte, de carácter más general, nos sitúa en el escenario del euro, y ofrece consideraciones sobre la cultura de la estabilidad para tener éxito en el seno de la UME. También en esta primera parte se lleva a cabo un análisis de la política monetaria única. La segunda parte, más específicamente relacionada con la economía española, analiza las repercusiones que la UME está teniendo ya y va a tener en el futuro sobre diferentes aspectos de nuestro tejido económico, tales como la estructura empresarial, el sistema bancario, la inversión extranjera y el mercado de trabajo. Finalmente, en el epílogo se nos presenta, casi a modo de homenaje, una biografía de la peseta que retrata alguno de los episodios más trascendentes de su historia.

La parte primera se inicia con un trabajo de M. Guitián sobre la cultura de la estabilidad. Se parte de la percepción de que las políticas aplicadas para resolver problemas económicos presentan un alto componente de corto plazo, lo que lleva en muchos casos a plantear mayores dificultades en plazos más largos. Esta cuestión adquiere una relevancia especial desde el momento en que, a lo largo del siglo XX, se va asentando en la mayoría de los países un sistema económico nacional e internacional en el que prevalece la discrecionalidad por encima de las reglas. Así, la política económica irrumpe cada vez con más fuerza como instrumento de los gobiernos para influir sobre la actividad económica de los respectivos países. Ello permite explicar, según el autor, la tendencia inflacionista que se ha producido desde mediados de siglo en la economía mundial, y la percepción más actual de que no existe un *trade-off* sostenido entre objetivos económicos, de tal forma que ha sido necesario revisar el papel del Estado en la economía. Esta revisión ha llevado a la cultura de la estabilidad, en el sentido de poner el énfasis en la necesidad de generar un entorno macroeconómico estable y fomentar la eficiencia sobre la base del mercado como asignador de recursos. Así, con vistas al futuro, la disciplina monetaria que contribuya a la estabilidad de precios y la gestión equilibrada de la política fiscal adquieren una importancia fundamental, lo cual reduce al mínimo la posibilidad de que los gobiernos actúen con políticas al uso para influir sobre el ciclo económico, quedando las políticas de oferta como grandes protagonistas en la esfera de actuación pública. Todo ello, a juicio del autor, pone de manifiesto que el dilema no se plantea ya entre objetivos económicos alternativos, sino entre su consecución hoy o mañana, lo cual otorga a la política económica una dimensión intertemporal e intergeneracional.

J. A. Martínez Serrano y V. J. Pallardó reflexionan en esta primera parte sobre la política monetaria única. Señalan que un importante número de estudios han puesto de manifiesto los costes derivados del ejercicio de una política monetaria discrecional, lo cual justifica la independencia del BCE con el fin de mantener una reputación antiinflacionista. Analizan posteriormente la dificultad en la adecuada gestión de dicha política, ya que los bancos centrales se enfrentan cada vez más a un problema complejo, cual es el mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios a las variables nominales y reales de la economía. Por ello, en los últimos años, algunos países importantes han abandonado la estrategia tradicional de controlar un objetivo intermedio en forma de agregado monetario, optando por un seguimiento directo de la tasa de inflación. Esta estrategia, que per-

mite soslayar los problemas derivados de la inestabilidad de la demanda de dinero como vínculo entre un agregado monetario y los precios, utiliza toda la información relevante para prever la inflación y trazar el camino para alcanzar la tasa deseada de incremento de los precios. Su principal inconveniente radica en que, ante desviaciones transitorias que produzcan una revisión de las expectativas de inflación, queda comprometida la consecución del objetivo final, lo cual afecta negativamente a la credibilidad del banco central. Finalmente, señalan que la política monetaria europea puede tener efectos distintos en cada país, ya que, si bien es cierto que dicha política determina a largo plazo la inflación, no lo es menos que en el proceso de ajuste de la oferta monetaria a los precios se producen alteraciones en otras variables económicas nominales y reales. Por tanto, el mecanismo de transmisión puede llevar a diferentes repuestas de la oferta agregada a los impulsos de la política monetaria, dependiendo de la flexibilidad existente en los mercados nacionales, lo cual, a juicio de los autores, puede complicar la tarea del BCE en el inmediato futuro.

La parte segunda del libro se inicia con el análisis de A. Torrero referente a las repercusiones del euro sobre la estructura empresarial española. Según Torrero, la unificación monetaria en Europa obliga a los gobiernos de los diferentes países, ante la pérdida de políticas tradicionales de estabilización, a llevar a cabo reformas en el funcionamiento de los mercados, lo cual es evidente en el caso de España, ante la imposibilidad de utilizar el tipo de cambio para ajustar pérdidas de competitividad, como reiteradamente se ha hecho en el pasado. Ahora bien, el autor manifiesta un claro recelo a abandonar el tipo de cambio como instrumento de política económica ya que, si bien es cierto en su opinión que la flexibilidad cambiaría no garantiza un mayor crecimiento económico, y en ocasiones ha retrasado reformas en el tejido económico español, su utilización ha resultado crucial en determinadas circunstancias, y se remite a los acontecimientos cambiarios de los primeros noventa para ilustrar sus argumentos. En lo que atañe al tejido empresarial, si las pérdidas de competitividad no pueden ser ajustadas por medio del tipo de cambio, será el mercado de trabajo a través de la movilidad laboral y de la flexibilidad salarial quien soporte la carga de dicho ajuste, lo cual, ante la evidencia de una importante rigidez en los mercados de trabajo europeos, llevaría a erosionar la cohesión económica y social. Adicionalmente, los efectos de una perturbación serán diferentes para cada sector, ya que la industria, fuertemente sometida a la competencia internacional, deberá soportar en mayor medida la carga del ajuste, mientras los servicios, menos expuestos al comercio exterior, cuentan con una válvula de escape en sus manifestaciones inflacionistas, a la vez que ejercen presiones sobre los precios del sector industrial al ser éste consumidor de *inputs* del sector terciario. En consecuencia, concluye el autor, si una de las principales deficiencias de la economía española es la escasez de proyectos empresariales capaces de competir en los mercados internacionales, el sesgo inflacionista de nuestra economía puede poner en peligro uno de nuestros recursos más escasos.

A. Garrido evalúa el impacto del euro sobre el sistema bancario español. La moneda única va a tener una incidencia directa sobre las entidades financieras en forma de costes de adaptación de los sistemas informáticos y contables, costes administrativos y costes de formación del personal; por otra parte, llevará a la dis-

minución de los ingresos por operaciones en divisas, que para la actividad financiera supone una merma en su cuenta de resultados, y dicha cuenta de resultados se verá también afectada por un contexto de bajos tipos de interés, ya que se observa en los últimos años una elevada correlación positiva entre la tasa de inflación, los tipos de interés a corto plazo y los márgenes bancarios. El dismantelamiento de las barreras a la competencia derivado de la existencia de un mercado único bancario, que se traduce en libertad de circulación de capitales y libertad de establecimiento y prestación de servicios, no ha alcanzado, a juicio del autor, los objetivos pretendidos, ya que las entidades nacionales siguen siendo las grandes protagonistas en sus países de origen, debido a barreras culturales y psicológicas. Por lo que respecta a la competencia vía precios, tampoco se ha alcanzado el objetivo previsto, ya que el mercado bancario es un claro ejemplo de competencia imperfecta por la posibilidad de diferenciación de producto, por las relaciones de lealtad entre demandantes y oferentes, así como por el limitado número de estos últimos frente a la dispersión y escaso poder negociador de los primeros. Por otra parte, la desaparición del riesgo de cambio sí reducirá la posición ventajosa que las entidades financieras nacionales tienen en su propio país cuando existen múltiples monedas, de la misma forma que incidirá sobre la competencia el diferente tratamiento fiscal al ahorro por parte de los países, lo que afectará a los flujos internacionales de depósitos bancarios. Por último, señala la necesidad de que las entidades financieras lleven a cabo modificaciones en sus estrategias por dos vías: por un lado, racionalizando su red de oficinas, y por otro promoviendo fusiones bancarias como medio para alcanzar una mayor dimensión y obtener así economías de escala.

Los efectos de la moneda única sobre la inversión extranjera directa en la UE son analizados por C. M. Fernández-Otheo. La reducción de los costes de transacción y de los costes asociados a la incertidumbre, la mayor transparencia en la formación de los precios, la aparición de economías de escala y la mayor estabilidad macroeconómica constituyen ingredientes necesarios para promover mayores flujos de inversión extranjera entre los países. Se plantean, sin embargo, interrogantes sobre dónde se va a localizar en mayor medida esta inversión en el futuro inmediato, porque si bien los modelos de geografía económica ponen el acento en la existencia de economías de escala y en las externalidades, con lo cual las economías de aglomeración potenciarían la localización en el centro europeo, no es menos cierto que la existencia de menores costes laborales, junto a la reducción de los costes de transporte, proporciona ventajas de localización de empresas en los países periféricos. Más adelante, el autor plantea lo que él denomina “indicios” sobre la incidencia del euro en la inversión extranjera directa en la UE, basándose en la evolución experimentada por esta variable desde 1992. Desde el punto de vista de los flujos, los países de la UE-12 han captado un porcentaje menor de los mismos dirigidos a la OCDE que en etapas precedentes. También en este período posterior a 1992 se ha producido un importante incremento de las fusiones y adquisiciones de empresas para generar economías de escala, sobre todo de firmas extracomunitarias compradoras de empresas de la UE, lo cual podría explicar la menor dinámica antes señalada para los flujos de inversión, ya que las empresas extracomunitarias se instalan con mayor rapidez en el mercado europeo

a través de la compra de una empresa ya existente, en lugar de promover una nueva. Por último, y por lo que respecta a España, país con fuerte tradición como receptor neto de capital foráneo, se puede observar una ralentización en la llegada de inversión extranjera en los últimos años, lo cual puede explicarse por la desviación de flujos hacia los países de Este europeo, y también por la existencia de economías de aglomeración que tiende a concentrar un mayor volumen de inversión en la Europa central en detrimento de la periferia. Por contra, las inversiones de España en el exterior han incrementado de manera visible, dirigiéndose no tanto a la UE, sino en mayor medida hacia América Latina.

E. Sanromá y R. Ramos analizan los efectos que la UME puede tener sobre el mercado de trabajo español. No cabe duda de que las ganancias de eficiencia derivadas de una moneda única tendrán, a largo plazo, efectos beneficiosos sobre el empleo; ahora bien, la participación de España en la UME entraña también una serie de riesgos, que se concretan en una posible tendencia a la igualación salarial entre los diferentes países de la unión monetaria a pesar de las diferencias en productividad, aunque a juicio de los autores la baja movilidad de la mano de obra hace poco probable esta hipótesis, y en el impacto negativo que sobre el empleo puede tener la aparición de *shocks* asimétricos. Al respecto señalan que, si bien la posibilidad de aparición de dicho tipo de perturbaciones es cada vez menos probable, no es menos cierto que España presenta todavía una estructura productiva con un claro matiz diferencial respecto a los países centrales de la UE, lo cual, junto al también diferente comportamiento de nuestro mercado laboral, hace a la economía española más vulnerable a *shocks* que le afecten particularmente, así como más difícil su mecanismo de ajuste. Todo ello exige de nuestra economía, ante la imposibilidad de ajuste por la vía del tipo de cambio o de la política monetaria, y ante la inexistencia de un verdadero presupuesto único, una elevada flexibilidad salarial y del mercado de trabajo en su conjunto. La evidencia empírica aportada pone de manifiesto que el mercado de trabajo español presenta, en contraposición al de otros países importantes, una elevada rigidez. Con respecto a las variables que explican dicha rigidez, los autores afirman que los costes de despido no resultan significativos en ningún caso, y en escasa medida lo son las prestaciones por desempleo; en cambio, sí resultan significativas, y por ello se recomienda la actuación pública en este sentido, las políticas activas en el campo de la formación, las políticas industrial y tecnológica que fomenten la competitividad, así como el grado de coordinación en la negociación colectiva y su nivel de centralización desde el punto de vista sindical.

La última parte del libro, un *Epílogo* de J. Velarde, pone el énfasis en algunos pasajes más significativos de la historia de la peseta desde su nacimiento en 1868. Señala el año 1959 como punto de inflexión entre un período anterior, en el que España no tuvo demasiado interés por vincularse a la disciplina monetaria internacional, y otro posterior, que se extiende hasta la actualidad, en el cual el Banco de España ha terminado por aceptar su papel de garante en la lucha contra la inflación como medio para preservar el valor de nuestra moneda. Se analizan en profundidad las vicisitudes que rodearon el nacimiento de la peseta, con la UML como punto de referencia, así como las razones por las que nuestra recién creada moneda no llegara a incorporarse finalmente a la citada unión monetaria,

razones que estriban, tanto en el recelo que los acontecimientos políticos españoles en los años siguientes a 1868 provocaron en los gobiernos de otros países europeos, como en el deficiente funcionamiento de la propia UML a partir de ese momento, a raíz de los problemas surgidos en el seno de los sistemas monetarios bimetálicos. Si bien la suspensión de la convertibilidad de los billetes de banco en 1883, situó a la peseta en un contexto institucional de tipos de cambio flexibles al margen del patrón oro, no es menos cierto que existió siempre una corriente de opinión favorable a que nuestra moneda se instalara en la disciplina monetaria internacional dominante, ya que sólo así se conseguiría la necesaria disciplina fiscal y financiera en nuestro país. Fuera del contexto del patrón oro, y salvo en momentos muy concretos, la peseta se comportó como una moneda débil, debilidad que se acentuó cuando nuestra guerra civil llevó a la necesidad de financiar de forma inflacionista los gastos derivados del conflicto bélico. J. Velarde analiza exhaustivamente las vicisitudes por las que atravesaron las dos pesetas, nacional y republicana, a lo largo de nuestra guerra civil, la diferente intensidad inflacionista con que evolucionó la economía en ambas zonas, así como la dificultad técnica derivada de este hecho a la hora de unificar los saldos expresados en ambas monedas a partir de 1939. Después de ese momento histórico, la unificación de las dos pesetas constituye un punto de partida para, una vez atravesado el período de tipos de cambio múltiples y de tipo de cambio administrado durante la autarquía, España ingrese en el FMI en 1959, en el SME en 1989, y finalmente en el euro en 1999.

