

¿PUEDE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA FAVORECER EL CRECIMIENTO Y LA OCUPACIÓN?*

CARLO PANICO**

1. El 1o. de enero de 1999 la Unión Europea arribó, en un contexto caracterizado por libertad de movimientos de capital, elevada inestabilidad financiera y bajo crecimiento económico, a la realización de una moneda única para once países.¹ El camino que ha conducido a la Unión Monetaria ha sido largo y accidentado. Antes de culminar positivamente, este camino ha estado plagado de interrupciones² y de negociaciones complejas, orientadas a

Manuscrito recibido en noviembre de 2000; versión final noviembre de 2001.

* El autor agradece al MURST y al CNR por el apoyo financiero dado a los proyectos de investigación de los que ha resultado el ensayo que aquí se presenta y a los dictaminadores anónimos por los comentarios recibidos. Texto presentado en los seminarios realizados el 23 de Febrero del 2000 en el Departamento de Teoría Económica y Aplicada de la Universidad de Nápoles "Federico II" y en la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM, el 29 de septiembre del mismo año. Traducción del italiano del Profr. Alejandro Montoya (DEP-FE, UNAM).

** Profesor de Economía Política en la Universidad "Federico II" de Nápoles (Italia), Director del Departamento de "Teoria Economica e Applicazioni" y del Doctorado en "Economia e Politica dello Sviluppo" de la misma Universidad, *panico@unina.it*.

¹ Los once países son: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal.

² El Plan Werner, aprobado por el Consejo de Ministros de la CEE en 1971, ya preveía la moneda única europea para 1980. Esto no pudo ser llevado a cabo por las condiciones de inestabilidad que se verificaron en los años setenta y por la imposibilidad, para los países entonces adherentes, de proceder a los ajustes necesarios en las propias economías. La

garantizar a los países participantes la posibilidad de evitar que los procesos de ajuste de sus economías hacia las condiciones requeridas por la unificación monetaria fueran demasiado rápidas y socialmente costosas.

No obstante lo anterior, los costos que los ciudadanos de los países adherentes han debido pagar en términos de desocupación y de mayores brechas entre regiones más y menos ricas, han sido elevados, tanto que parece justificado preguntarse cuáles son las ventajas que podrán derivar de esta unión monetaria.

El objetivo del presente trabajo es un intento de respuesta a esa pregunta, valorando en qué medida pueda la Unión Monetaria Europea contribuir al crecimiento económico e indicando cuáles cambios ulteriores puedan ser favorables a tal resultado. Sin embargo, no se intentará examinar aquí la posibilidad de realizar esta experiencia en otras áreas geográficas.

En el trabajo se argumentará que la Unión Monetaria Europea ha creado la posibilidad de aumentar la tasa de crecimiento de las economías. Esta oportunidad, sin embargo, no puede ser aprovechada debido a los particulares acuerdos institucionales que se estipularon para llevarla a cabo. Un cambio en tales acuerdos —pero también su acabado, como se argumentará— se hace necesario en consecuencia para impulsar aquellas políticas capaces de incrementar las tasas de crecimiento, reducir la desocupación y reforzar el consenso en que se funda la Unión Europea.

La tesis anterior se argumentará desarrollando tres puntos. En la segunda parte se describirán las implicaciones que la liberación de los mercados financieros tiene para la economía y para la moneda única europea. En la tercera se hablará de las condiciones que pueden incidir positivamente en el crecimiento y en la ocupación. En las partes cuarta y quinta se identificarán los elementos que pueden obstaculizar el logro de tales resultados y las modificaciones institucionales que es necesario introducir.

formulación del Plan fue estimulada por el deterioro progresivo de los acuerdos de Bretton Woods y por los riesgos de una volatilidad creciente de los tipos de cambio, además de las razones políticas tradicionales que ven a los ciudadanos empeñados —ya desde antes del término de la Segunda Guerra Mundial— en favorecer la convivencia pacífica entre sus países, y evitar así las sangrientas guerras verificadas periódicamente hasta 1940. La creciente volatilidad de los tipos de cambio favoreció también la formación de la “Serpiente monetaria europea” en 1972 y del “Sistema monetario europeo” en 1979.

2. El abandono del régimen de cambios fijos ajustables previsto por los acuerdos de Bretton Woods y la liberalización de los movimientos internacionales de capital que ha prevalecido a partir de la segunda mitad de los años setenta, se han acompañado por una caída en la tasa media de crecimiento de las economías³ y por un aumento “vertiginoso” de las transacciones en los mercados de divisas. Los datos referidos a este fenómeno han evidenciado una extraordinaria intensidad, mostrando que las operaciones llevadas a cabo en los mercados de divisas han asumido un carácter cada vez más especulativo.

El monto global de las transacciones diarias que se registran en estos mercados ha aumentado 7 104% de 1977 a 1995, o bien en 8 869% de 1977 a 1998.⁴ El crecimiento se ha verificado principalmente en las operaciones no ligadas al intercambio de bienes y servicios, dado que estas últimas sólo han aumentado 366% entre 1977 y 1995 (es decir, unas tres veces y media que contrastan con las 71 veces de crecimiento de las transacciones globales), con lo que pasaron de representar un 28.5% del total de las transacciones en los mercados de divisas en 1977 a sólo 1.6% en 1995.⁵ Así, se ha

³ El reporte de la Comisión de Bretton Woods, presidida por Paul Volcker, ha aclarado que la tasa media de crecimiento en los principales países industriales ha pasado de casi 5% promedio anual en la era de Bretton Woods, a cerca de 2.5% promedio anual en las siguientes dos décadas. Véase, Bretton Woods Commission, 1994, p. 4. Resultados análogos son presentados por Eatwell (1997b, pp. 20-24).

⁴ La variación en el periodo 1977 a 1995 ha sido calculada con base en datos de la Banca de Reglamentos Internacionales, Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity, correspondientes a 1993 y 1996, elaborados por Haq, Kaul y Grunberg, 1996, p. 291. La variación de 1995 a 1998 ha sido calculada directamente por el autor con base en datos de la Banca de Reglamentos Internacionales, Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivates Market Activity, publicada en 1999. Para ulteriores confirmaciones empíricas, véase Eatwell (1997b, pp. 3-6).

⁵ Variaciones calculadas con base en datos de la Banca de Reglamentos Internacionales, Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity, 1993 y 1996, elaborados por Haq, Kaul y Grunberg, 1996, p. 292.

venido acentuando fuertemente el carácter especulativo de las operaciones realizadas en estos mercados, los cuales también se han caracterizado por un elevado porcentaje de transacciones a cortísimo plazo⁶

A fin de hacer frente al crecimiento de estas transacciones, las bancas centrales han aumentado en mucho sus reservas oficiales, y más recientemente han adoptado previsiones a nivel internacional orientadas a mejorar la vigilancia sobre las instituciones financieras. Estas medidas, sin embargo, han resultado insuficientes para reducir la inestabilidad financiera, ya sea porque el monto cotidiano de negociaciones que se llevan a cabo en estos mercados ha igualado al de las reservas oficiales,⁷ o bien porque en estos mismos años se ha verificado un proceso acelerado de innovación financiera que ha culminado en la creación de los así llamados instrumentos derivados, que ulteriormente ha reducido la capacidad de control de las autoridades monetarias sobre tales mercados.

Los riesgos que derivan de esta situación han impulsado a los operadores a adoptar comportamientos para influir de modo conveniente a sus propios intereses la formación de las expectativas en los mercados, buscando así evitar ser dañados por los movimientos especulativos. De este manera se ha determinado una forma de dominio de las valoraciones de los mercados sobre las decisiones individuales, dominio que ha sido interpretado positivamente como un elemento capaz de “disciplinar” las elecciones de los operadores, señaladamente las de las autoridades de política económica.

Sin embargo, existen razones para considerar que este dominio de las valoraciones de los mercados es una de las causas de la persistente tendencia al bajo crecimiento en muchas economías.⁸ Cuando los mercados financieros son dominados por la especulación, las tasas de interés tienden a aumen-

⁶ Véanse los datos respectivos, reportados por Haq, Kaul y Grunberg (1996, pp. 294-295) y por Eatwell (1997b, p. 4).

⁷ No obstante su fuerte aumento, las reservas oficiales de todas las bancas centrales del mundo, que en 1977 superaban en 16.2 veces el monto negociado diariamente en los mercados de divisas, sólo lo superaron 1.1 veces en 1995. Véase Haq, Kaul y Grunberg (1996, p. 292) y Eatwell (1997b, p. 4).

⁸ Según algunos autores (Eatwell, 1997a,b), el predominio de las valoraciones de mercado de las que se habla aquí, ha contribuido al menor crecimiento verificado a nivel mundial en la era posBretton Woods.

tar y a variar mayormente. Al mismo tiempo, los inversionistas tienden a adoptar una “óptica de corto plazo”, concentrando su atención en la marcha de los mercados a plazo breve, sea para evitar ser atrapados por situaciones de falta generalizada de liquidez, sea para obtener provecho de las oscilaciones en los precios de los activos financieros. De esta manera se han desarrollado comportamientos empresariales más favorables a la inversión financiera que a la productiva, la cual requiere tasas de interés bajas y estables y una “óptica de largo plazo”, es decir, una capacidad de hacer previsiones sobre periodos largos y una actitud favorable a estas formas de riesgo.

El dominio de las valoraciones de mercado genera comportamientos desfavorables también entre las autoridades de política económica. Aún en presencia de alto desempleo, estas autoridades son inducidas a impulsar políticas deflacionistas ante el temor de sufrir ataques especulativos, pero en los últimos años tales políticas han resultado particularmente costosas desde un punto de vista social, pues se han desplegado en situaciones ya caracterizadas por un alto costo del dinero (principalmente en los países cuyas economías son más débiles⁹) y por procesos de asignación de recursos que favorecen a las economías más fuertes, donde tienden a concentrarse las actividades productivas y a dirigirse los flujos netos de capital financiero.¹⁰

En fin, debe también señalarse que la formación de expectativas entre los operadores de los mercados financieros internacionales está siendo influida principalmente por consideraciones de corto plazo, siendo tal horizonte

⁹ Entre muchos otros, un ejemplo significativo que sirve para recordar que los países de economía “débil” se ven constreñidos en las actuales condiciones a seguir políticas deflacionistas, es el caso de Brasil y su reciente crisis financiera.

¹⁰ Como ya ha sido señalado (Eatwell, 1997a, p. 157; 1997b, pp. 12-15), los datos muestran la existencia de un flujo neto de capitales que va de los países pobres hacia los ricos, más bien que lo contrario.

temporal el más significativo para sus operaciones especulativas. Lo que resulta importante para estos inversionistas es, en primer lugar, la facilidad de “salida del mercado” en caso de que ocurra un quiebre de tendencia en la actividad cambiaria; en segundo lugar, les importa la existencia de autoridades gubernamentales que sean capaces de mantener un clima favorable para la inversión extranjera; importa, en fin, la existencia de autoridades de política económica capaces de ofrecer garantías inmediatas sobre la estabilidad de precios, pero también sobre el sostén de altos rendimientos y de un clima optimista en los mercados reales y financieros, derivados de una marcha sólida en la actividad productiva.

Tales consideraciones valen tanto para las economías “débiles” como para las “fuertes”. Así, la reciente apreciación del dólar respecto al euro parece reflejar las diversas expectativas existentes acerca de la marcha de los mercados reales y financieros en las dos economías: las tasas de crecimiento más altas que se han registrado en Estados Unidos alimentan el clima optimista en los mercados norteamericanos y estimulan a los inversionistas financieros hacia sus plazas, con la consiguiente apreciación del dólar.

3. Existen al menos dos razones que inducirían a evaluar positivamente la contribución que la Unión Monetaria Europea puede dar al crecimiento de las economías. Por un lado, el hecho de que ella puede hacer más ágil la coordinación internacional de las políticas cambiarias, y, por otro, las potencialidades de crecimiento futuro de la economía europea, así como emergen del análisis de los datos relativos a sus cuentas con el exterior. Por el momento, sin embargo, estos dos elementos no parecen ser capaces de producir los efectos deseados.

Los datos antes señalados acerca de la dimensión de los actuales movimientos internacionales de capitales no permiten subestimar las dificultades del control y de la gestión de los mercados cambiarios. Hasta ahora, por tanto, sólo existe la esperanza de que a futuro una mayor coordinación entre las políticas de los diversos países, especialmente los de mayor peso económico, pueda facilitar la búsqueda de soluciones. No obstante ser sólo una esperanza, ella puede encontrar cierto apoyo en dos constataciones: la primera es que más de 99% de las transacciones realizadas en los mercados

cambiarios ha estado vinculado al menos a una de dos divisas, el dólar y el marco alemán; la segunda es que la gran mayoría de las operaciones cambiarias se concentra en muy pocas plazas (en orden de importancia, Londres, Nueva York, Tokio, Singapur, Hong Kong, Zurich, Frankfurt y París, las cuales en conjunto realizan cerca del 83% del total de operaciones).¹¹ Bajo este aspecto, la formación de la Unión Monetaria Europea debe ser considerada positivamente. Ella coordina, hasta el punto de unificar, la política monetaria y cambiaria de los 11 países económicamente relevantes. En consecuencia, puede facilitar la coordinación de las políticas y permitir un mejor control de los mercados.

El segundo elemento que induciría la creencia de que el proceso de unificación europea pueda dar una contribución significativa al crecimiento económico es el referido a la balanza de pagos. Como se muestra en el cuadro 1, la Unión goza de un elevado superávit comercial,¹² que hace pensar en posibilidades de crecimiento no aprovechadas y en políticas fiscales susceptibles de eliminar los problemas sin generar por ello desequilibrios en sus cuentas externas.

Teniendo en cuenta la existencia de este superávit comercial y las dimensiones de la economía europea, se puede decir que, a diferencia de lo que se ha verificado en otras economías —por ejemplo en la brasileña, o también de lo que podía haberse verificado en la economía italiana antes de engancharse con el euro—, en la Unión Europea es posible seguir una política fiscal más expansiva que la actual sin que se echen a andar procesos

¹¹ Los datos se refieren a abril de 1995. véase Haq, Kaul y Grunberg, 1996, p. 294.

¹² La tabla 1 muestra que el superávit comercial de la Unión Europea ha sido elevado y persistente a partir de 1993, así como alto y persistente ha sido el déficit comercial de los Estados Unidos. Debe notarse que en el superávit de la Unión Europea está incluido el déficit de Inglaterra, hecho que refuerza la conclusión aquí elaborada, y que están incluidos también los saldos comerciales de los otros tres países de la Unión que no han pasado a formar parte del área del euro.

especulativos adversos. Más aún, si se considera válida la hipótesis antes señalada acerca de las razones de la reciente apreciación del dólar respecto al euro, se puede afirmar que una política fiscal europea menos restrictiva, que reanime el clima empresarial y los rendimientos esperados, debería reequilibrar la actual tendencia al debilitamiento del euro.

CUADRO 1.
Saldo comercial 1989-1998
(millones de dólares)

Países	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Estados Unidos	-115.2	-109	-74.1	-96.1	-132.6	-166.2	-173.7	-191.3	-198	-248
Alemania	69.4	62.1	12	21.1	34.6	43.6	56.2	62.6	63.4	71.2
Francia	-10	-13.3	-9.8	3.3	8	7.3	11.1	14.9	28.1	26.3
Italia		-1.7	-2.3	-0.2	29.1	31.4	38.7	54	40	35.7
Reino Unido	-40.5	-32.7	-18.3	-23.4	-20.2	-16.9	-18.5	-20.2	-19.5	-34.1
UE	-3.1	-7.7	-48	-20.8	62	80.9	120.9	150	150.8	137.3

Fuente: Banco de Italia

Además, una política fiscal más expansiva en la Unión Europea no tendría por qué traducirse en mayores presiones inflacionarias. Por lo que toca a los efectos de corto plazo, los temores frecuentemente generados por quienes son contrarios al uso de la palanca fiscal para impulsar el crecimiento, no deberían por qué aplicarse a la Unión Europea, donde las recientes presiones al aumento de precios han provenido del incremento en los costos de las materias primas, al cual ha contribuido la apreciación del dólar.¹³ En consecuencia, las perspectivas más optimistas sobre el crecimiento en Europa que apoyaran el fortalecimiento del euro, deberían inducir en lo inmediato a una disminución de los costos en euros de las materias primas y a un efecto positivo sobre la estabilidad de los precios.

¹³ Nótese que desde el 1o. de enero de 1999, fecha de inicio de la Unión Monetaria Europea, el dólar se ha revaluado en 28.8%, no obstante que en esa fecha resultara ya notablemente sobrevaluado.

Los efectos consecuentes de esto no tendrían por qué comprometer la estabilidad de precios. En los documentos oficiales de los organismos internacionales¹⁴ se ha sostenido que las rigidices presentes en los mercados de trabajo europeos son la causa principal de la desocupación en el continente. De ahí se sigue que, entre los países admitidos en la moneda única europea, las alzas en las tasas de crecimiento económico tengan una probabilidad alta de traducirse en mayor inflación.

Muchas contribuciones relevantes han aclarado sin embargo los límites de tal posición. Algunas han replanteado esas afirmaciones referidas a las mayores rigidices en los mercados de trabajo europeos al compararlas con las estadounidenses.¹⁵ Otras han puesto en duda la posibilidad de verificar de manera sistemática la relación inversa entre inflación y desocupación tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea.¹⁶ Otras más han mostrado que la NAIRU y la tasa natural de desempleo, contrariamente a ser puntos de referencia estables para la tasa efectiva de desocupación, tienden a seguirla, tal como ha ocurrido en Estados Unidos en años recientes, de tal suerte que en los hechos el nivel de las primeras dos tasas depende del nivel de la propia tasa efectiva de desocupación.¹⁷ Entre los autores que se han ocupado de

¹⁴ OCDE (1994, 1999) y FMI (1999);

¹⁵ Un grupo de trabajo (Nickell y Bell, 1995; Jackman, Layard, Manacorda y Petrongolo, 1997; Manacorda y Manning, 1997; Nickell y Layard, 1997; Buti, Pench y Sestito, 1998) ha aclarado que algunas rigideces del mercado de trabajo europeo —tales como la elasticidad del salario respecto a la desocupación y otros comportamientos de la desocupación en niveles bajos de calificación— no son mayores que las observadas en el mercado de trabajo estadounidense.

¹⁶ Lindbeck y Snower (1999); Coen, Eisner, Marlin y Shah (1999); Fair (1999).

¹⁷ Una nutrida serie de contribuciones (Blindr, 1997; Stiglitz, 1997; Gordon, 1997; Staiger, Stock y Watson, 1997; Blanchard y Katz, 1997; Gailbraith, 1997) ha aclarado la existencia de problemas conexos con la estimación empírica de la tasa de desocupación estructural, cuyo valor tiende a ser fuertemente influido por la tasa de desempleo efectiva. Para una reseña de la literatura referida en esta nota, Caroleo (1999).

este último problema debe mencionarse a Solow, el cual ha levantado serias dudas acerca de la aplicabilidad de la “hipótesis de la tasa natural” en un reciente ensayo:

Tal como se ha visto hasta ahora, la tasa de desempleo se ha situado durante los últimos cinco años por debajo del registro canónico anterior de 6%, mientras el deflactor del PNB se ha desacelerado durante este intervalo y la compensación horaria, aunque se ha acelerado ligeramente, ha sido mucho más viscosa que lo que el cuento de la NAIRU del 6% podría hacer esperar a cualquier persona razonable. (Reconciliar el curso del desempleo europeo con el modelo estándar requeriría aún más, en el sentido de los últimos epíclidos Ptolemaicos). Por supuesto, la historia de la NAIRU siempre puede ser salvada aceptando que, siempre que la tasa de inflación esté cayendo, la tasa de desempleo actual debe situarse por debajo de la NAIRU. Ciertamente, pero a no ser que ésta cambie lenta o muy raramente, o bien que ella sea bien pronosticada por el modelo de referencia, el cuento de la NAIRU sólo puede ser salvado vaciándolo de su contenido. (Solow, 2000, p.157).

Las conclusiones críticas acerca de la “hipótesis de la tasa natural” apoyan la afirmación de que medidas de política fiscal, seleccionadas con oportunidad,¹⁸ podrían elevar el crecimiento sin inducir presiones inflacionarias relevantes, sea por los efectos positivos que tales medidas tendrían sobre la formación del capital humano, sea por las posibilidades de inducir en Europa, tal como ha ocurrido en Estados Unidos, alzas sostenidas en la productividad.¹⁹ Contrariamente a lo pronosticado por quienes han sostenido que las alzas inflacionarias ocurrían por la fuerte reducción del desempleo, la economía nortamericana se ha desarrollado en la última década a tasas promedio superiores a las europeas, beneficiándose —más por lo previsto en la ley Kaldor-Verdoon que por las nuevas teorías del crecimiento endógeno— de los altos incrementos en la productividad, que han permitido a las autori-

¹⁸ Piénsese, por ejemplo, a las acciones dirigidas al aumento de la producción en aquellas regiones donde se concentra mayormente la desocupación, o a favorecer la investigación tecnológica y mejorar la infraestructura, el ambiente y la calidad de vida en las concentraciones urbanas.

¹⁹ Entre las contribuciones que han sostenido recientemente que la elevada desocupación europea se debe más a las bajas tasas de crecimiento que a las rigideces en el mercado de trabajo, Simonazzi y Villa (1998a,b,c).

dades monetarias estadounidenses no tener que intervenir para contener los temidos efectos de la expansión económica sobre la inflación.

En conclusión, desde el punto de vista del análisis económico es posible sostener que una política fiscal europea capaz de relanzar la demanda y reducir las altas tasas de desocupación registradas en la Unión Europea, es técnicamente viable. Sin embargo, como se verá en seguida, el actual marco normativo e institucional de la Unión impide la realización de esta posibilidad.

4. La actual organización de la Unión Europea no contempla una autoridad fiscal centralizada. Ella deja la soberanía en materia fiscal a los gobiernos nacionales y prevé que el presupuesto de la Unión no sea financiado a través de ingresos fiscales propios sino mediante las contribuciones hechas por los gobiernos. La determinación de estas contribuciones individuales, que a menudo es objeto de controversias, se condiciona por una norma comunitaria aprobada el 24 de junio de 1988, modificable sólo por acuerdo unánime en el seno del Consejo de Ministros de la Unión Europea, la cual prevé que el tamaño del presupuesto en cuestión no puede superar el 1.2% del Producto Interno Bruto de la propia Unión. Considerando que el tamaño del presupuesto del gobierno federal de los Estados Unidos supera el 20% del PIB de ese país, resulta evidente que la existencia de tal restricción hace inadecuado el presupuesto de la Unión Europea para la consecución de sus tareas fiscales.

Así entonces, con base en las normativas vigentes la Unión Europea se ha dotado de una moneda y de una autoridad monetaria unificada a lo cual no corresponde una autoridad fiscal de igual nivel. Tal situación crea un segundo problema para la gestión de la política fiscal: existe la posibilidad que los gobiernos nacionales por separado pretendan una política fiscal expansiva en sus propios países, haciendo pagar a los ciudadanos de otros países de la Unión, los costos derivados de dicha política.

La literatura ha subrayado muchas veces que, en las condiciones mencionadas, se puede generar una tendencia al “relajamiento fiscal” por parte de los gobiernos nacionales.²⁰ Sin embargo, para una parte de tal literatura²¹ las fuerzas del mercado serán capaces de resolver este problema si los Tratados de la Unión excluyen toda forma de financiamiento monetario de los déficit públicos y de acción comunitaria de “salvamento” de los gobiernos nacionales que se encuentren en dificultades con la gestión de su endeudamiento. Bajo estas condiciones, los gobiernos fiscalmente “relajados” vendrán “castigados” por las valoraciones de los mercados y deberán pagar tasas de interés más elevadas sobre la deuda emitida por ellos. Por el contrario, en otra parte de la literatura²² se considera que los mercados no son capaces, aún en presencia de las condiciones antes señaladas, para resolver tal problema, ya que generalmente carecen de toda la información necesaria para valorar qué tan riesgosas sean las posiciones deudoras de los gobiernos individuales.

Quien considera posible, refiriendo también casos históricamente verificados,²³ que las valoraciones de los mercados sobre las posiciones deudoras señaladas podrían ser falaces, también considera necesario introducir normas restrictivas para condicionar las opciones de los gobiernos nacionales. Esta segunda posición ha sido acogida por los revisores de los acuerdos comunitarios, quienes han introducido en los tratados de la Unión un “pacto de estabilidad” que prohíbe a los países miembros tener déficit públicos superiores al 3% de su Producto Interno Bruto.

El respeto al “pacto de estabilidad” impide a los países emprender unilateralmente políticas fiscales expansivas. Esto obstaculiza, además, la formación de políticas fiscales expansivas coordinadas entre diversos países, terminando por eliminar definitivamente el uso de la política fiscal como

²⁰ Para una reseña de esta literatura, Jossa, 199, pp. 142-148.

²¹ Bishop, Damran y Miller, 1989; Bishop, 1991; Bayoumi, Goldstein y Woglom, 1995; Masson, 1996; Dornbush, 1997.

²² Eaton, Gersovitz y Stiglitz, 1986; Giovannini y Spaventa, 1990; Emerson y Huhne, 1991; Frenkel y Goldstein, 1991; Gros y Thygesen, 1992; Restoy, 1996; Wyplosz, 1997; Artis y Winkler, 1998.

²³ Véase al respecto el Reporte del Comité Delors, 1989, y Frenkel y Goldstein, 1991.

instrumento de estabilización y de relanzamiento del crecimiento económico en la Unión Europea.

El marco normativo e institucional de la Unión Europea hace, así, inutilizable el instrumento que hoy se presenta como técnicamente idóneo para volver a impulsar el crecimiento y la ocupación. No sólo esto, ello hace también que los gobiernos nacionales resulten incapaces de afrontar los problemas de estabilización y desarrollo económico de sus regiones. Sin contar ya, entonces, con los tradicionales instrumentos de política monetaria y cambiaria, convertidos en competencia del Sistema Europeo de Bancas Centrales, y privados también de las posibilidades de uso de la política fiscal, los gobiernos nacionales sólo pueden seguir políticas económicas centradas en la flexibilidad del mercado de trabajo, es decir, solamente pueden solicitar a sus propios ciudadanos el soportar, con sacrificios crecientes, los costos de la “globalización”.

5. La actual organización de la Unión Europea preve la existencia de un Sistema Europeo de Bancas Centrales (SEBC), conformado por la Banca Central Europea (BCE) y por las preexistentes Bancas Centrales Nacionales (BCN). Ella establece que la Banca Central Europea gestione la política cambiaria,²⁴ la emisión de base monetaria y la fijación de la tasa oficial de descuento, teniendo como objetivo final la lucha contra la inflación; asimismo, establece que sea prohibida toda emisión de base monetaria en favor de gobiernos nacionales y que las bancas centrales nacionales desem-

²⁴ El Tratado de Maastricht establece que el consejo de ministros de la Unión Europea puede formular orientaciones generales sobre la política cambiaria, sin que ello deba significar un perjuicio al objetivo primario del SEBC, que sigue siendo la estabilidad de precios. En línea con estas indicaciones, el consejo de ministros ha decidido en diciembre de 1997 formular tales orientaciones sólo en caso de un “desequilibrio sustancial” en el valor del euro, sin especificar el significado de tal expresión. De hecho, la política cambiaria queda sólidamente en manos de la Banca Central Europea.

peñen funciones de vigilancia sobre las instituciones financieras de sus países.

La inclusión en el Tratado de Maastricht (art. 105, 1) de una norma que identifica a la lucha contra la inflación con el objetivo final del Sistema Europeo de Bancas Centrales, se le ha hecho depender de la voluntad por establecer una “regla rígida” de gestión de la política monetaria, a fin de sustraer la misma a la influencia de las autoridades gubernamentales, ello conforme a lo que ha sugerido la “literatura sobre el problema de la incoherencia temporal”.²⁵ Ésta sostiene que el sistema económico se mueve constantemente alrededor de una posición de plena ocupación (o bien, en torno a una posición en la cual la tasa de desempleo es igual a la “natural”), alejándose de ella sólo por causas accidentales, imprevisibles. Las decisiones de política monetaria, siguiendo esquemas sistemáticos y coherentes, son previsibles y, en consecuencia, no inciden sobre la marcha de la economía. Según este enfoque, ellas pueden influir el nivel de actividad productiva sólo si “toman por sorpresa” a los agentes económicos.

La existencia de un “factor sorpresa” hace surgir en estos análisis lo que viene definido como un “problema de incoherencia temporal” en el comportamiento de las autoridades monetarias que se han empeñado en la lucha contra la inflación. Cuando tal empeño viene reconocido por los agentes económicos, puede resultar conveniente —para aquellas autoridades dispuestas a intercambiar una pérdida de reputación por los beneficios derivados de un mayor empleo— modificar las políticas propias, introduciendo de modo inesperado medidas que aumenten la inflación y reduzcan el desempleo. El efecto sorpresa, sin embargo, es de breve duración: apenas los agentes económicos se dan cuenta del cambio ocurrido, el desempleo retorna a su nivel “natural”, dejando con vida el aumento de precios.

²⁵ La literatura sobre el problema de la incoherencia temporal ha tenido un lugar relevante en los debates de política monetaria en los años de preparación del Tratado de Maastricht. Ella se ha desarrollado a partir de la contribución de Kydland y Prescott (1977) y ha encontrado aplicación en la política monetaria gracias a los trabajos de Barro y Gordon (1983) y de Rogoff (1985).

La propuesta hecha para evitar estos problemas consiste en restringir a las autoridades monetarias, definiendo un marco legislativo que las obligue a asumir la lucha contra la inflación como el único objetivo y sin márgenes de discrecionalidad en sus acciones. Así, viene eliminada de raíz toda “tentación por utilizar la inflación en provecho propio” de las autoridades monetarias, hecho este que aumenta la credibilidad hacia las mismas y que facilita el logro del objetivo fijado.

Tales conclusiones no han dejado de provocar perplejidad. En primer lugar, una de las hipótesis cruciales para el desarrollo de esta literatura, es decir la hipótesis de que el sistema económico tiende a gravitar fácilmente alrededor de una posición de ocupación plena, no tiene fundamento científico más sólido que la hipótesis opuesta, según la cual los mecanismos de mercado pueden no ser siempre capaces de rencauzar la economía hacia el pleno empleo.²⁶ En segundo lugar, como ha señalado Blinder (1997), esta literatura hace una caracterización insatisfactoria del comportamiento de las autoridades monetarias, las cuales, contrariamente a lo que son sus hipótesis, han mostrado un comportamiento centrado en la realización de sus tareas y una escasa propensión a “usar la inflación para obtener ventajas propias”.²⁷ En fin, se han hecho observaciones críticas, ya sea a los concep-

²⁶ Asumiendo que el sistema económico gravita fácilmente alrededor de un equilibrio de plena ocupación, la literatura en cuestión no se detiene a examinar las tesis tradicionalmente más acreditadas en los debates de política monetaria: por un lado, la posibilidad de que la adopción de reglas rígidas puede incidir negativamente sobre la acumulación de capital, sobre el crecimiento y sobre la ocupación; por otro lado, la idea de que la lucha contra la inflación, más que un fin en sí, debe servir a favorecer el pleno aprovechamiento de las potencialidades del crecimiento de la economía.

²⁷ Puede ser útil reportar la conclusión de Blinder acerca de este punto: “Los investigadores académicos necesitan entrenar sus poderosas herramientas con temas del mundo real, más que perseguir intelectualizaciones etéreas. Por ejemplo, yo he argumentando que los teóricos han despilfarrado demasiada atención sobre un inexistente problema de inconsis-

tos de credibilidad e independencia propuestos por esa literatura,²⁸ que al hecho de que las soluciones que propone implican que las bancas centrales sean totalmente “irresponsables” respecto de los órganos electos democráticamente, una situación insatisfactoria en un contexto de sociedades de democracia representativa.²⁹

Buscando superar estos últimos problemas se ha elaborado recientemente un enfoque de política monetaria denominado “flexible inflation targeting”. Tal enfoque, que trata de conjugar la autonomía de las bancas centrales con los principios de la democracia representativa, ha sido adoptado en el curso de los años noventa por muchos países.³⁰ A diferencia de lo que propone la literatura sobre el problema de la incoherencia temporal, este enfoque concede a las autoridades monetarias la posibilidad de intervenir de modo discrecional.³¹ A las bancas centrales les viene atribuida, según Bernanke y Mishkin (1977, p. 104) una “discrecionalidad restringida”, que las obliga a someter al control de la opinión pública las razones de sus políticas. La dicotomía entre reglas y discrecionalidad, considerada por estos autores un tema tradicional —pero también un desvío— de los debates de política monetaria, encuentra en este enfoque un punto de síntesis que le hace perder significado práctico.

En el enfoque flexible inflation targeting el objetivo prioritario de la política monetaria es la lucha contra la inflación. Tal objetivo, que se da a conocer indicando un intervalo de valores de la tasa de inflación, debe ser realizado a mediano plazo, hecho que permite a las autoridades monetarias

tencia temporal”. (Blinder, 1997, p.17).

²⁸ Véanse al respecto las contribuciones de Posen (1993), Debelle y Fischer (1994), Fischer (1994) y la amplia revisión de Cama y Pittaluga (2000).

²⁹ Sobre este punto, McCallum (1995; 1996) y Cama y Pittaluga (2000).

³⁰ Además de algunos países emergentes, tales como Chile, República Checa y Polonia, el enfoque inflation targeting ha sido adoptado por muchos otros países ricos, tales como Nueva Zelanda (desde marzo de 1990), Canadá (desde febrero de 1991), Israel (a partir de diciembre de 1991), Inglaterra (desde octubre de 1992), Australia (1993), Suecia (enero de 1993), Finlandia (febrero de 1993), España (enero de 1995) y Suiza (diciembre de 1999).

³¹ Ya sea Blinder (1997, pp. 12-13) que Bernanke y Mishkin (1997, p. 100), han subrayado que las críticas dirigidas a la política de fine tuning nunca han sido acogidas, desde un punto de vista operativo, por las autoridades monetarias.

gozar a corto plazo de márgenes de discrecionalidad para seguir también otros objetivos, como la estabilización de la actividad productiva en torno a un nivel prefijado. El enfoque prevé que las decisiones de política monetaria sean tomadas utilizando todas las informaciones a disposición de las autoridades monetarias, incluso los modelos analíticos capaces de ofrecer pronósticos de la marcha de la economía y de la inflación y prescripciones sobre el nivel de la variable instrumental elegida de antemano (en general, una tasa de interés a mediano plazo).³²

En tales análisis se identifican las “variables informativas”, es decir aquellas variables que son relevantes para los resultados prácticos de las políticas. En fin, el enfoque prevé que las autoridades monetarias —para permitir que los expertos y los organismos democráticamente electos puedan verificar la validez y la coherencia de las acciones llevadas a cabo— pongan a disposición de la opinión pública todas las informaciones referidas a los modelos de previsión y a su discusión, a las variables informativas y al modo en que los órganos directivos toman sus decisiones.³³ Se considera

³² Según Svensson (2000) el uso eficiente del enfoque inflation targeting requiere que las autoridades monetarias formulen previsiones con base en un modelo analítico y que identifiquen a través de él un nivel optimal de la variable instrumental, es decir, el nivel que permite alcanzar el objetivo prefijado minimizando las posibles inestabilidades en los niveles productivos. En enfoque requiere además que las decisiones así tomadas por las autoridades monetarias sean puestas en práctica y que, a intervalos regulares, el procedimiento sea repetido para introducir eventuales correctivos en la acción de la política monetaria. Desde este punto de vista, Svensson concluye que el enfoque aquí descrito debe ser visto como un algoritmo para resolver operativamente un problema de optimización intertemporal.

³³ En el caso de Inglaterra, cada trimestre se publica un Inflation Report, conteniendo informaciones detalladas sobre los factores que pueden influir en la tasa de inflación, sobre los pronósticos hechos con los modelos analíticos usados, sobre los problemas relativos al uso de tales modelos y a la calidad de los pronósticos, sobre la marcha de las variables informativas y sobre los valores atribuidos a la variable instrumental. Además, se publican las actas de las reuniones de los órganos directivos de la banca central y las referidas a los

que la transparencia de los procesos de decisión garantiza el seguimiento de los intereses generales, desestimula los intereses parciales y hace más eficaces las acciones de política monetaria.³⁴

Al enfoque flexible inflation targeting se le distingue en general del enfoque que ha seguido la Bundesbank alemana, definido este como *pragmatic monetary targeting*, que también prevé un objetivo final fijado dentro de un intervalo de valores para la tasa de inflación de mediano plazo. A diferencia del flexible inflation targeting, este enfoque introduce un objetivo intermedio expresado en términos de la tasa de crecimiento de un agregado monetario, hipotizando una relación suficientemente estable a mediano plazo entre la variación del agregado elegido de antemano y el nivel general de precios. El enfoque, por otra parte, no prevé reglas de transparencia relativas a la conformación de los procesos de decisión.

La elección de un objetivo intermedio en términos de un agregado monetario ha sido considerada problemática por la literatura especializada, debido en realidad a la escasa estabilidad de la relación entre las variaciones del agregado elegido y el nivel general de precios.³⁵ Ciertamente en Alemania tal relación resulta más estable que en los otros países. No obstante esto, la Bundesbank ha desatendido muchas veces las indicaciones sobre el objetivo intermedio, si bien no falla en el logro de brillantes resultados en su lucha contra la inflación.³⁶ Pero en la práctica, se sostiene entonces, la Bundesbank ha dado una relevancia limitada al objetivo intermedio, gestionando de hecho una política monetaria muy similar a la del enfoque flexible inflation targeting.³⁷

Por lo que se refiere a la estrategia seguida por la banca central alemana en la difusión de la información sobre las decisiones de política monetaria,

encuentros con el canciller.

³⁴ Bernanke y Mishkin (1997, p. 106) y Svensson (1999).

³⁵ Bernanke y Mishkin (1997, p. 101) hacen referencia a la inestabilidad de tal relación con el término *velocity instability problem*.

³⁶ Bernanke y Mishkin (1997, p. 102), Von Hagen (1995) y Bernanke y Mihov (1997). Svensson (1999) sostiene que tal conclusión es unánime en la literatura y ofrece una lista de referencias bibliográficas que confirman lo dicho por él.

³⁷ Según Svensson (1999, p. 1), el enfoque *pragmatic monetary targeting* resultaría ser en los hechos un enfoque flexible inflation targeting sin transparencia informativa.

ha sido considerada poco satisfactoria desde el punto de vista del respeto a las reglas de la democracia representativa. Se ha dicho que las informaciones provistas por la Bundesbank, han sido reticentes y, a veces, también imprecisas: ellas, por ejemplo, no han aclarado el papel efectivo jugado por el objetivo intermedio en la conducción de la política monetaria.³⁸ A partir de tales críticas e insatisfacciones, el enfoque seguido por la Bundesbank ha sido también definido como *inflation targeting in disguise*, *inflation targeting in action*, *monetary targeting in words*, *monetary masquerade*.³⁹

En el ámbito de la Unión Europea, la conducción de la política monetaria que ha arrancado el 1o. de enero de 1999 parece basarse en una combinación de los dos enfoques antes señalados. En ella se identifica al objetivo final en términos de un intervalo de valores para la tasa de inflación, a realizarse en el mediano plazo; pero a diferencia del enfoque *pragmatic monetary targeting*, no hace referencia en ella a un objetivo intermedio en términos de algún agregado monetario, si bien se asigna al agregado *m3* un papel relevante en tanto “variable informativa”. Además, las autoridades monetarias europeas, a diferencia de aquellas comprometidas con el enfoque *flexible inflation targeting*, han elegido proceder con una estrategia cercana a la

³⁸ Sobre este punto Svensson (1999) cita la opinión de Lohman (1996), que considera que las declaraciones de la Bundesbank han inducido al público a creer que el objetivo intermedio juega un papel crucial para la acción de la política económica. Los expertos de problemas monetarios han aprendido sin embargo a no tomar al pie de la letra las declaraciones de la Bundesbank, sabiendo que para comprender el papel efectivo del objetivo intermedio en la acción de la banca central alemana es necesario ir más allá de la retórica oficial. Svensson cita sobre el tema también a Von Hagen (1998), el cual sostiene que la estrategia de la Bundesbank sobre las información hecha pública ha estado condicionada por la delicada posición de esa banca central en su país y por la exigencia que ella tenía de defender su propia autonomía ante presiones políticas.

³⁹ Posen (1998) y Svensson (1999).

de la Bundesbank en lo referente a informar a la opinión pública sobre los procesos de toma de decisiones en materia de política monetaria.⁴⁰

Esta elección ha provocado muchas objeciones, de ahí que, recientemente, Tabellini en audiencia en el Parlamento Europeo ha solicitado a la institución que desempeñe un papel de control activo sobre las decisiones de política monetaria y que se pida a las autoridades monetarias europeas alcanzar un grado de transparencia en la difusión de la información, al menos igual a la practicada en Inglaterra y en Suecia.⁴¹ Tales propuestas servirían a completar el diseño institucional delineado en los Tratados de la Unión, los cuales prevén la rendición de cuentas por parte de las autoridades monetarias a los órganos políticos de la Unión Europea, aunque no establecen —a diferencia de lo que ocurre en los países practicantes del enfoque flexible *inflation targeting*— requisito alguno sobre el contenido y calidad de las informaciones que se rendirán al público, permitiendo a las autoridades monetarias definir de manera autónoma hasta qué punto informar de las decisiones tomadas.⁴²

La adopción de reglas de mayor transparencia puede parecer oportuna a la luz de los problemas en la representatividad democrática de las instituciones europeas, en el equilibrio de las relaciones entre autoridades monetarias y otras autoridades gubernamentales y en la legitimidad política de las opciones de política monetaria elegidas, problemas que están significando fuertes restricciones a la acción de los gobiernos individuales en su lucha contra la desocupación.⁴³ Tal adopción debería ser vista también como un

⁴⁰ Para un análisis de la estrategia seguida por la Banca Central Europea, véase Svensson (1999).

⁴¹ Las propuestas de Tabellini al Parlamento Europeo son reportadas por Svensson (1999).

⁴² El Tratado de Maastricht prevé que las autoridades monetarias presenten un reporte anual al Parlamento Europeo, al consejo de ministros de la Unión Europea y a la Comisión Europea, y que el Parlamento Europeo pueda solicitar comparecencias de los integrantes del comité ejecutivo de la Banca Central Europea. El estatuto de esta última prevé además la publicación, al menos trimestral, de un informe sobre la actividad realizada. Sobre la calidad de la información no parece que exista indicación alguna. El Tratado de Maastricht (Protocolo núm.3, art. 10.4) más bien parece atribuir a las mismas autoridades monetarias la facultad de difundir o no las informaciones referidas a las propias deliberaciones.

⁴³ Resulta también oportuno definir con claridad hacia qué deba extenderse la transparencia. Esta puede ser completa en el caso de la rendición de cuentas *ex post* de las políticas

instrumento para favorecer la coordinación entre las acciones de política monetaria y las de política fiscal, sin modificar por ello la opción de considerar como objetivo prioritario de esas autoridades monetarias la lucha contra la inflación, ni la obligación impuesta a las autoridades fiscales de financiarse directamente en los mercados.

Tal coordinación puede ser introducida partiendo de definir la tasa de desempleo respecto de la cual las autoridades monetarias han de estabilizar la tasa de desocupación efectiva. En los modelos analíticos usados por el enfoque flexible inflation targeting, la función objetivo de las autoridades monetarias tiene cuenta de las desviaciones de la tasa de desempleo efectivo respecto de la considerada en general como “natural”.⁴⁴ Según los autores de este enfoque, esa tasa, a diferencia de la de inflación, no es elegida por las autoridades monetarias, sino que viene asumida por ellas como un dato exógeno, hipotizando que este sea identificable de manera cierta con base en las capacidades técnicas de producción de la economía.⁴⁵

monetarias. En cambio, con referencia a las acciones a programar ex ante, sería útil evitar que, por motivos de transparencia, se debilite la acción de las autoridades monetarias, haciendo por ejemplo impracticables el tipo de acciones, definidas como *preemptive strikes*, que ha practicado la Reserva Federal en años recientes.

⁴⁴ Blinder (1997, p. 4) y Svensson (1999), donde dicha tasa es definida como compatible con la “natural rate hypothesis”.

⁴⁵ Según Svensson (1999), a diferencia de lo que ocurre con la tasa de inflación, en el caso de la tasa de desempleo las autoridades monetarias no eligen el valor objetivo, debiendo limitarse a reducir las desviaciones de la tasa efectiva de desocupación respecto a ese nivel de referencia, el cual, a su parecer, “viene dado por el nivel de capacidad productiva”. A este propósito parece oportuno señalar que la confianza que frecuentemente se da en la literatura a la capacidad de las autoridades monetarias para identificar tal nivel de referencia, se asemeja a la confianza que la literatura de los años veinte y treinta del siglo XX depositaba en las capacidades de las autoridades monetarias para identificar la tasa natural de interés. Como es sabido, Keynes, a lo largo de los escritos que marcaron las diversas etapas de evolución de su pensamiento, desde el *Tratado sobre la moneda hasta la Teoría General*, evidenció en múltiples ocasiones lo erróneo de tal posición y los peligros que deriva-

Las argumentaciones hechas en páginas anteriores, en particular en la tercera parte, llevan por el contrario a considerar que la identificación de la NAIRU o de la tasa natural de desocupación es una operación compleja e incierta. Estas tasas, se ha dicho, más que fungir como punto de referencia estable para la tasa de desempleo efectivo tienden a seguirla, dados los efectos positivos que un aumento de la ocupación pueden tener sobre la formación del capital humano y por los que el crecimiento sostenido puede tener sobre la productividad. En consecuencia, la NAIRU y la tasa natural de desocupación lejos de ser identificables con base en condiciones objetivas, deben ser consideradas ellas mismas un objeto de evaluación atenta por parte de la colectividad, evaluación que debe llevar a comprender las potencialidades efectivas del crecimiento económico, sin excluir la posibilidad de seguir políticas fiscales expansivas, compatibles con el objetivo de la lucha contra la inflación.

La aplicación de reglas de transparencia sobre la discusión relativa a la identificación de la tasa de desocupación a ser tomada como valor objetivo para las políticas de estabilización por parte de las autoridades monetarias, además de que pondría en evidencia el debate sobre la coordinación entre política fiscal y política monetaria, también representaría un paso crucial y de avance en la democratización y legitimación de las decisiones de política económica.

6. La realización de la Unión Monetaria Europea puede ser vista, así, como un elemento capaz de contribuir positivamente al crecimiento económico. Sin embargo, para hacer efectiva tal contribución es necesario introducir algunas modificaciones en los acuerdos institucionales que se estipularon al ser conformada la Unión. En primer lugar, se requiere dar espacio a una política fiscal de la Unión Europea, removiendo sea el principio de unanimidad que restringe sus decisiones, sea la norma que impone el límite máximo de 1.2% a su presupuesto como proporción del Producto Interno Bruto. Por esta vía se debe permitir a las autoridades centrales de la Unión

ban de ella para la gestión de la política económica.

Europea poner en marcha una política fiscal efectiva, financiada —si es necesario— con la emisión de obligaciones y no de base monetaria.

Es evidente que tales reformas van en la dirección de aumentar el peso de los organismos de gobierno europeo respecto de los nacionales, e implican por tanto el reconocimiento de una más fuerte legitimación política de las asambleas electivas de la Unión. Al mismo tiempo, se requiere completar el diseño institucional de los Tratados de la Unión en lo referente a las relaciones entre las autoridades de política económica, introduciendo reglas seguras de transparencia para los procesos de conformación de la política monetaria y para su coordinación con la política fiscal. Tales reformas institucionales resultan también necesarias para reforzar el consenso sobre el cual se funda la Unión Monetaria, consenso que podría ceder el paso a la desilusión en ausencia de políticas capaces de elevar el crecimiento y de reducir el desempleo.