

EL S.M.E.,  
LOS MERCADOS  
DE DIVISAS  
Y LA TRANSICIÓN  
HACIA LA  
UNIÓN MONETARIA

Javier Santillán

# EL S.M.E., LOS MERCADOS DE DIVISAS Y LA TRANSICIÓN HACIA LA UNIÓN MONETARIA

Javier Santillán (\*)

(\*) Agradezco los comentarios de S. Fernández de Lis, P. Martínez Méndez y M. Pérez Jurado, así como las conversaciones mantenidas con J. Pérez y F. Restoy.

Banco de España - Servicio de Estudios  
Documento de Trabajo nº 9421

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-324-3  
Depósito legal: M-24450-1994  
Imprenta del Banco de España

## **RESUMEN**

Después de la última crisis del Sistema Monetario Europeo, se replantearon numerosas cuestiones relativas al funcionamiento del mismo y al papel que debía desempeñar en la transición hacia la Unión Monetaria. En este trabajo se discuten algunas de ellas. Se empieza por hacer un breve repaso de los costes y beneficios derivados de la pertenencia al SME, y se relaciona dicha reflexión con el grado de flexibilidad alcanzado tras la ampliación de bandas. A continuación, se plantea una discusión sobre dos de los temas controvertidos a raíz de la crisis: la elección del régimen cambiario y su relación con los mercados de divisas, y el papel que pueden desempeñar los controles de capital clásicos o extraordinarios, en la gestión de un acuerdo cambiario. Por último, a partir de las consideraciones anteriores, se extraen algunas conclusiones sobre las opciones disponibles actualmente en la gestión del SME.



## 1. Introducción

A raíz de la última crisis del Sistema Monetario Europeo, y de la adopción de bandas amplias de flotación en agosto de 1993, se han suscitado de nuevo cuestiones importantes, relativas al funcionamiento del Sistema y al propio proceso de Unión Monetaria Europea. Las condiciones de este último, que se consideraban resueltas, en lo sustancial, en los términos reflejados en el Tratado de Maastricht, vuelven a estar sujetas a dudas en torno a aspectos insuficientemente resueltos con perspectivas teóricas, y poco explorados en la práctica. Así, la discusión suscitada a raíz de la crisis incluía opciones que van desde la conveniencia y los efectos del mantenimiento del nuevo régimen del SME hasta la posible recuperación de un régimen cambiario más estricto, para lo que se sugirió la adopción de medidas extraordinarias dirigidas a limitar la intensidad y la variabilidad de los movimientos de capital. La discusión, finalmente, alcanza a las implicaciones de estas alternativas para el proceso de unión económica y monetaria. En este terreno, se ha planteado desde la aceleración del proceso respecto al calendario previsto (por parte de todos o de algunos países) hasta un retraso del mismo o la revisión de los criterios macroeconómicos para el acceso a la fase definitiva de la UME.

En este trabajo, se discuten algunas de estas cuestiones, con una perspectiva amplia. En general, la mayor parte de los temas tratados ha sido objeto de otros muchos trabajos, y lo que aquí se pretende es, sobre todo, un esfuerzo de síntesis, que permita examinar las cuestiones planteadas y discutir las opciones considerando sus aspectos más relevantes.

Para ello, se comienza con un somero repaso de la evidencia sobre los costes y beneficios derivados de la pertenencia al SME, así como los efectos de una mayor flexibilidad cambiaria dentro del mismo, aspectos que han sido objeto, nuevamente, de discusión con motivo de la crisis y de su desenlace. El análisis se traslada, en el siguiente apartado, al ámbito más general de la función de los mercados de divisas en el contexto actual, su grado de eficiencia, y qué consecuencias cabe extraer de todo ello en relación con las ventajas relativas de uno u otro régimen cambiario.

A continuación, se examina la cuestión de las restricciones a la movilidad del capital, que constituyó uno de los elementos centrales de la discusión suscitada por la crisis, tanto en términos retrospectivos -en cuanto a lo adecuado de la liberalización alcanzada en la primera fase de la UME- como respecto a la capacidad de recurrir, en lo sucesivo, a alguna forma de penalización contra la especulación para evitar crisis similares. En el quinto apartado, se discuten, a partir de las consideraciones anteriores, las posibles opciones con que se encuentra actualmente el SME. En el último apartado, se resumen las principales conclusiones.

## **2. La experiencia del SME: costes, beneficios y el grado de flexibilidad**

En el contexto de la discusión avivada a raíz de la crisis del SME, se ha replanteado, en ocasiones de manera un tanto parcial o imprecisa, la cuestión de los costes y beneficios relativos de la participación en el mecanismo de cambios del Sistema. La reflexión que aquí se presenta pretende incorporar tanto la experiencia acumulada desde su creación -sobre la que existe un grado de consenso algo mayor- como la más reciente y controvertida del periodo que puede describirse como post-reunificación alemana. No se pretende una revisión exhaustiva de dicha discusión, sino más bien una recapitulación de sus aspectos fundamentales que permita alcanzar algunas conclusiones sobre la medida en que la crisis que sufrió el Sistema puede haber modificado el análisis más comúnmente aceptado con anterioridad.

Los objetivos que sustentaron la creación del SME y que han alentado sus sucesivas ampliaciones se pueden resumir en dos líneas de argumentos, relacionadas entre sí: la insatisfacción con el régimen de flotación cambiaria -tanto en términos generales como, sobre todo, en el ámbito de los países europeos más integrados económicamente-, y la búsqueda de la estabilidad de precios. A medida que el proceso de integración europea fue avanzando, fueron cobrando importancia los argumentos relacionados con la aportación del Sistema a dicho proceso: esta aportación se centraba en la capacidad del SME para coordinar y estimular la convergencia nominal de los países comunitarios, y en sus

virtudes como mecanismo graduable de transición hacia la moneda única. Frente a las ventajas que el SME puede aportar en estos ámbitos, los costes de la pertenencia al Sistema se resumen en la pérdida de autonomía monetaria, en la posible mayor variabilidad de los tipos de interés asociada a la defensa del compromiso cambiario<sup>(1)</sup>, y en la reducción del margen de gestión del tipo de cambio como elemento de ajuste ante shocks de origen nacional (o de origen externo, pero de efectos asimétricos). Para formalizar la discusión es preciso remitirse a la idoneidad de la zona cambiaria elegida desde el punto de vista de la teoría de las áreas monetarias óptimas, aspecto que se relaciona, en última instancia, con el proyecto de Unión Monetaria<sup>(2)</sup>.

Con respecto a la primera cuestión -la búsqueda de una mayor estabilidad cambiaria- se puede considerar que el Sistema ha constituido, en términos generales, un éxito. Durante los años de su funcionamiento, se ha observado una marcada disminución de la inestabilidad cambiaria entre los países participantes en el mecanismo de cambios, como queda patente si se observa la evolución de la volatilidad de sus tasas de cambio a corto y a medio plazo<sup>(3)</sup>. En suma, se puede afirmar que el Sistema,

---

<sup>1</sup>A este respecto, no obstante, la evidencia no es taxativa. Así, por ejemplo, Ayuso (1991) encuentra evidencia de una menor variabilidad de los tipos de interés en España, como consecuencia del ingreso en el mecanismo de cambios del SME.

<sup>2</sup>De forma complementaria, se ha planteado la discusión en términos de una perspectiva interesante, aunque limitada en cuanto a sus posibilidades, basada en la Teoría de Juegos; se han ofrecido también algunas interpretaciones de tipo institucional, que incluyen consideraciones más amplias y que, o bien exceden el ámbito puramente económico, o bien implican un análisis a más largo plazo que supone una relativización de los costes y beneficios del SME "per se" (ver Pomfret (1991)). Este tipo de discusión excede el ámbito que se aborda aquí explícitamente.

<sup>3</sup>Sobre esta cuestión pueden verse, por ejemplo, Gros y Thygesen (1991), o Giavazzi y Giovannini (1989). Si bien en lo referente a la estabilidad cambiaria con respecto al exterior del Sistema los logros obtenidos parecen escasos, hay que recordar que este no es un objetivo del Sistema, y que, en cualquier caso, tal discusión debería enmarcarse en el contexto de una valoración sobre el funcionamiento global del régimen de flotación cambiaria.

pese a sus etapas de relativa inestabilidad, al menos hasta el desenlace de la crisis de 1992 ha contribuido de forma sustancial al objetivo de una mayor estabilidad cambiaria entre los países miembros, lo que, sin duda, ha constituido una aportación al proceso de integración.

En lo referente al control de la inflación y la tasa de sacrificio asociada -o coste en términos de empleo de la reducción de la inflación-, la evidencia es, en términos generales, menos concluyente y menos homogénea que en el aspecto anteriormente examinado<sup>(4)</sup>. En general, cabe decir que no es del todo clara la influencia de la pertenencia al mecanismo de cambios sobre la velocidad de reducción de la tasa de inflación, y que la evidencia es aún menos concluyente con respecto a la tasa de sacrificio, ya que cualquier comparación al respecto muestra resultados aproximadamente equivalentes entre países pertenecientes y no pertenecientes al SME. Ello, por otra parte, parece estar de acuerdo con la evidencia obtenida recientemente, en el sentido de que la referida tasa de sacrificio depende directamente del ritmo de desaceleración de la inflación<sup>(5)</sup>. Todo ello conduciría a una cierta relativización del efecto de credibilidad del compromiso cambiario, o, al menos, a un condicionamiento del mismo a aquellos aspectos estructurales de las economías que contribuyen a definir, en última instancia, tal credibilidad: tradición antiinflacionista, consistencia temporal de políticas y flexibilidad del mercado de trabajo (o grado de indiciación de la economía). En todo caso, en los países en que se ha podido detectar un cierto efecto de credibilidad derivado de la pertenencia al SME, su aparición ha requerido un lapso temporal suficiente, en función de las características estructurales referidas.

La discusión relativa a la optimalidad del área monetaria configurada por los países miembros del SME contiene argumentos útiles para valorar el grado de flexibilidad cambiaria adecuado en el proceso de transición hacia la UME, y la medida en que el balance entre costes y beneficios

---

<sup>4</sup>Ver, por ejemplo, Bayoumi (1991), Haldane (1991), Gros y Thygesen (1991), o Revenga (1993).

<sup>5</sup>Ver Ball (1993).

derivados de la pertenencia al Sistema ha podido modificarse últimamente, como consecuencia de la crisis. Como es sabido, dicha discusión se centra en los siguientes aspectos: la importancia relativa de los shocks internos frente a los shocks externos, y el grado de asimetría de los efectos de éstos últimos; la cuestión, asociada a la anterior, de las características estructurales de la economía que tienen relación con los mecanismos de ajuste ante los shocks externos: grado de indiciación, grado de apertura de la economía y grado de integración financiera; el grado de movilidad relativa del trabajo -y hasta qué punto dicha movilidad es sustituible por la del capital-; y la disponibilidad de la política fiscal como mecanismo de ajuste alternativo (grado de federalismo fiscal).

En general, la evidencia obtenida a partir de los trabajos que han explorado estas cuestiones permite concluir que la pérdida por parte de los gobiernos nacionales del recurso a la gestión del tipo de cambio puede ser importante, en especial durante el proceso de transición hacia la Unión Monetaria, y que los países del SME están lejos de constituir un área monetaria óptima (en cualquier caso, menos que la constituida por EE.UU.). No obstante, hay que matizar que eso mismo podría afirmarse de varios de los países que constituyen el área del SME, y que existen, además, numerosos argumentos que permiten relativizar estas afirmaciones.

Así, en lo relativo al origen de los shocks, hay que destacar la constatación de que son cada vez más importantes, en términos relativos, los shocks que afectan a industrias específicas frente a los que afectan a un país<sup>(6)</sup>. En el mismo sentido, la discusión sobre el papel de los ajustes del tipo de cambio nominal y sus efectos sobre el tipo de cambio real tiende también a relativizar el papel de aquellos, que básicamente dependen de la existencia de ilusión monetaria para ser eficaces; dada la

---

<sup>6</sup>Por otra parte, la comparación de la dispersión de las tasas de crecimiento regional, dentro de la Comunidad, (De Grauwe y Vanhaverbeke, 1991), induciría también a minimizar la necesidad de ajustes cambiarios entre países, en la medida en que la dispersión interregional tiende a compensarse a nivel nacional (lo cual será más cierto, en principio, para países grandes).

rigidez de los salarios reales, su ventaja tenderá a ser limitada en el tiempo.

Junto a las consideraciones anteriores, en ocasiones se ha argumentado que las fuentes potenciales de shocks de origen externo a la Comunidad que pueden afectar de forma asimétrica a los países miembros son limitadas, todo lo cual llevaría a concluir que existen pocas fuentes de shocks diferenciados nacionalmente<sup>(7)</sup>. Por otra parte, se ha argumentado que el grado de integración económica dentro del área y el grado de credibilidad del régimen cambiario son en sí mismos factores que afectan a la capacidad de absorción de dichos shocks. Los costes de la renuncia a la gestión del tipo de cambio se verán reducidos a medida que dicha integración avance y que aumente la referida credibilidad.

En sentido contrario a los argumentos expuestos, que tienden a minimizar el coste de una mayor rigidez cambiaria, cabe mencionar diversos trabajos que han estudiado la correlación entre la variabilidad de los tipos de cambio reales, estableciendo comparaciones a distintos niveles (Europa frente a EE UU (Eichengreen, 1991); regiones de ciertos países de la CE frente a otras regiones europeas y frente a otros países (De Grauwe y Heens, 1993). En general, estos estudios encuentran altas tasas de variabilidad de los tipos de cambio reales en Europa, tanto entre países como entre determinadas regiones, y, en principio, proporcionan con ello argumentos que resaltan los costes de la pérdida de flexibilidad cambiaria y avalan la tesis de una aproximación a la Unión Monetaria que tenga en cuenta las diferencias estructurales que subsisten entre los distintos países, si bien este tipo de análisis adolece de serias limitaciones<sup>(8)</sup>.

---

<sup>7</sup>Generalización respecto a la cual, al menos, la Reunificación Alemana constituye una notable excepción.

<sup>8</sup>El supuesto que subyace tras este tipo de argumentación es que una alta variabilidad del tipo de cambio real indica que la pérdida de la capacidad de manejar el tipo de cambio nominal entrañaría elevados costes en términos de capacidad de ajuste de la economía en cuestión. El trabajo de De Grauwe y Heens (1993), siguiendo este análisis para Alemania, Holanda, Reino Unido y España, respaldaría la tesis de las dos velocidades especialmente para Alemania-Holanda frente al Reino Unido, y, en menor medida, frente a España. No obstante, como se ha mencionado, este análisis tropieza con serios problemas y especialmente con la falta de

Con respecto a la cuestión de la movilidad del factor trabajo, elemento clave en la discusión sobre las áreas monetarias óptimas, la importancia relativa de los shocks regionales, que ponen de manifiesto las consideraciones anteriores, constituye, a su vez, un argumento que resalta la importancia de la capacidad de ajuste a nivel regional en cuanto a la movilidad del factor trabajo. La reducida movilidad del mismo entre países de la Comunidad, es, sin duda, un factor contrario a su integración, y favorable a la utilización, en lo posible, del tipo de cambio como herramienta que atenue los efectos de esa falta de movilidad. Por otra parte, ello viene a reforzar los argumentos favorables a la flexibilización de los mercados de trabajo a escala nacional, al mismo tiempo que resalta la necesidad de una movilidad del factor capital tan elevada como sea posible, la cual, bajo ciertas condiciones, puede sustituir las limitaciones en la movilidad del trabajo.

En suma, la discusión anterior parece indicar que la pérdida de capacidad de ajuste derivada de una menor flexibilidad cambiaria depende básicamente de la eficiencia y flexibilidad de los mercados internos, y de la capacidad de efectuar ajustes a nivel regional por parte de las economías de la CE. En este sentido, la experiencia de la crisis reciente puede interpretarse, en parte, como una refutación del optimismo excesivo en cuanto a la capacidad de ajuste que proporcionan dichos mecanismos, si bien, el peso que tuvo en el desencadenamiento de la crisis un shock de características muy específicas -la reunificación alemana- permitiría, por su carácter anómalo, relativizar tal conclusión.

Entre los argumentos contrarios a una mayor flexibilización del Sistema, en la transición hacia la unión monetaria, probablemente el más sólido es el relativo a la posible pérdida de incentivos para la coordinación de políticas que, además de su papel fundamental en cuanto al objetivo de estabilidad cambiaria, constituye un elemento importante respecto a la convergencia real y, en general, al proceso de unión monetaria.

---

identificación del origen de las fluctuaciones cambiarias reales; en la medida en que estas se expliquen sustancialmente por las fluctuaciones cambiarias nominales, o por variaciones en el tipo de cambio de equilibrio, sus conclusiones se verán invalidadas.

En cualquier caso, la discusión no proporciona, como se ha visto, un juicio nitido. Más bien puede sugerir que una mayor dosis de flexibilidad cambiaria, pese a sus costes, puede ser útil para compensar la inflexibilidad subsistente en el funcionamiento de los mecanismos de ajuste a nivel nacional, al menos por parte de determinados países de la CE. Este argumento se ha visto, además, respaldado por la experiencia obtenida en el Sistema tras la ampliación de bandas, que ha demostrado ser compatible con un alto grado de estabilidad cambiaria. La conveniencia de cierta flexibilidad cambiaria persistiría hasta que los procesos de flexibilización interna, junto con el refuerzo de los mecanismos de ajuste intracomunitarios (por la vía de flujos de capital y de transferencias fiscales), suavicen las posibles consecuencias negativas derivadas de la renuncia a los ajustes cambiarios.

En el caso concreto de España, estos argumentos podrían ser de aplicación; lo cual, desde este punto de vista, podría sugerir que el mantenimiento del régimen de bandas anchas generalizadas podría tener más ventajas que inconvenientes. En este sentido, al argumento anterior, cabría añadir la constatación del efecto limitado que, en términos de disciplina, ha representado el Sistema, como tal, para España -debido, sobre todo, a la escasa contribución de los factores internos a dicha disciplina-, lo que vendría a relativizar las pérdidas potenciales derivadas de una teórica relajación de la disciplina cambiaria.

### **3. Régimen cambiario y mercado de divisas**

En este apartado, se aborda una breve revisión del papel que los mercados de divisas desempeñan actualmente con respecto a la política cambiaria, y en qué medida, en un futuro previsible, se pueden alterar o reforzar tendencias observadas. Con ello se trata de extraer algunas conclusiones tentativas y de indole global que contribuyan a la discusión que contienen los apartados siguientes.

Si hubiera que sintetizar la dirección en la que ha evolucionado la discusión relativa al papel de los mercados de divisas respecto a las políticas cambiarias, y la elección del régimen cambiario óptimo en función

de la evidencia escasa de que se dispone al respecto, cabría decir que, desde la reimplantación, en 1973, del régimen de flotación, ha tendido a aumentar la polémica con respecto a ambas cuestiones, evolución a la que han contribuido los últimos acontecimientos en el Sistema Monetario Europeo.

La discusión es compleja porque abarca un espectro de temas variados e interrelacionados, algunos de los cuales han registrado cambios acelerados en los años recientes, lo que ha contribuido a alimentar la controversia en torno a los mismos. Así, se discuten cuestiones como la adecuación de los mecanismos e instituciones vigentes en el sistema monetario internacional; el papel que debe desempeñar la política cambiaria en la articulación de las políticas económicas nacionales y respecto a la coordinación internacional de las mismas; o el papel que deben desempeñar los mercados de divisas, y el grado de eficiencia con que cumplen dicho papel, a qué se pueden atribuir las limitaciones a dicha eficiencia, y hasta qué punto se pueden corregir. En lo que sigue, se plantea una discusión, muy esquemática, sobre estas cuestiones, centrada particularmente en las relativas al papel de los mercados.

### **3.1 Flotación frente a intervención**

En general, las diferencias entre los efectos que en principio se esperaba obtener del régimen de flotación y los resultados obtenidos en los 20 años de experiencia con él han sido notables y han generado una discusión permanente en torno a su eficiencia, desarrollada de forma paralela a la constatación de la acusada volatilidad de los tipos de cambio y de la escasa relación aparente entre la evolución inducida por los mercados de cambios y los fundamentos económicos<sup>(9)</sup>. Además de estos problemas, se ha acusado al sistema de flotación -conocido en su versión más pura como el no sistema- de carecer de capacidad para incentivar externamente los mecanismos de ajuste y disciplina interna de las distintas economías, y de generar los problemas de credibilidad de los que, en general, han adolecido los intentos de gestionar de forma coordinada la

---

<sup>9</sup> Sobre este tema, puede verse, por ejemplo, Frankel (1989).

evolución de los tipos de cambio por parte de los principales países industrializados.

Se ha argumentado, por parte de los defensores del sistema de flotación, que una buena parte de los problemas mencionados, y en especial los desalineamientos sostenidos entre las paridades, se deben atribuir al carácter errático de las políticas instrumentadas, a su falta de disciplina y de coordinación, y a la inconsistencia de las señales que envían a los mercados dichas políticas. Aunque es difícil discutir el peso de tales argumentos en la explicación de la evolución de los mercados de cambios en los años recientes, ello no proporciona una respuesta adecuada a los problemas que plantea el sistema de flotación como tal, y, en cierta medida, tiende más bien a respaldar algunas críticas, especialmente las que señalan la ausencia de mecanismos de coordinación y disciplina para el ajuste. Con todo, los defensores de la flotación mantienen una última línea de rechazo de cualquier intervención que tienda a corregir los mercados, ante la ausencia de garantías de que una decisión administrativa en tal sentido se vea soportada por criterios que merezcan prevalecer sobre los del mercado, pese a las limitaciones de este.

Aunque la discusión podría extenderse, a los efectos que aquí interesan basta con constatar que la flotación pura plantea importantes problemas, principalmente en términos de volatilidad excesiva, de bruscas alteraciones en la relación de intercambio y de distorsiones en los mecanismos de ajuste macro y microeconómico<sup>(10)</sup>, que se reflejan en desalineamientos sostenidos de las paridades respecto a las de equilibrio. Por otra parte, la flotación ha proporcionado un escaso margen de aislamiento a las políticas nacionales respecto del exterior, contrariamente a lo que, a priori, cabría esperar de un régimen de flotación. A todo ello

---

<sup>10</sup>Aunque es un área no suficientemente explorada, parece razonable asumir que, dada la rigidez de los salarios, grandes fluctuaciones cambiarias tienden a incidir de forma asimétrica en el nivel de precios, al dominar el efecto inflacionista de las depreciaciones sobre el efecto deflacionista de las apreciaciones. Si las fluctuaciones se producen con un perfil prolongado, tal efecto puede llegar a ser relevante. En cuanto al desempleo, Krieger (1989) encuentra un efecto negativo de la variabilidad del tipo de cambio real sobre el nivel de empleo en EE UU.

hay que añadir la ausencia de un mecanismo estable de generación de disciplina antiinflacionista de que adolece el sistema.

Argumentos de este tipo, junto con las exigencias específicas de distintos países o grupos de países, son los que han justificado la adopción de regímenes cambiarios más rigurosos, que oscilan desde el seguimiento estricto de la paridad respecto a una moneda de referencia hasta los intentos más o menos sostenidos -y relativamente ineficaces- de coordinación de políticas entre los principales países industrializados, a menudo centrados en la persecución de objetivos cambiarios más o menos explícitos.

Cabe decir que, en general, la conjunción de la teoría y de la evidencia relativas a los efectos asociados a la adopción de uno u otro régimen cambiario ha evolucionado hacia posiciones menos maximalistas y más matizadas, a medida que los acontecimientos han puesto en entredicho las versiones más extremas de las teorías cambiarias<sup>(11)</sup>. Así, en una perspectiva teórica, se tiende a considerar que la discusión relativa al régimen cambiario óptimo debe partir de la existencia de determinados fallos de mercado y de la constatación de la reducida capacidad explicativa de los distintos modelos de economía internacional. Ello, combinado con la experiencia disponible, se traduce en una aproximación al problema cuyo factor común sería el no poner demasiado énfasis en la política cambiaria como herramienta de ajuste, adoptar regímenes de tipo de cambio más o menos rígidos en función de los argumentos tradicionales -apertura de la economía, vinculación a un área comercial y capacidad de importar estabilidad de precios-, y tratar de corregir, en lo posible, los excesos inducidos por los mercados en los términos aludidos antes.

La experiencia obtenida en los distintos intentos de recurrir a una gestión activa de la política cambiaria ha sido relativamente satisfactoria en los casos en que, como el Sistema Monetario Europeo, existían otros motivos para dichas políticas, además del deseo de estabilizar las paridades, o en los casos de países que han recurrido al tipo de cambio como instrumento de disciplina, al mismo tiempo que acometían políticas

---

<sup>11</sup>Ver Flood y Marion (1991).

coherentes con los objetivos cambiarios<sup>(12)</sup>. Los resultados obtenidos en el ámbito más amplio de los grandes países industrializados (G-3, G-7) han sido mucho más limitados, en parte debido a que, a pesar de los problemas aludidos, los incentivos para renunciar a la autonomía en las políticas internas eran relativamente escasos, y la situación inflacionista favorable en los tres principales países (EE UU, Japón y Alemania), en los años ochenta, proporcionaba un margen para eludir los problemas que planteaba la falta de coordinación<sup>(13)</sup>.

### **3.2 Los mercados de divisas y el régimen cambiario**

En general, puede decirse que los sucesivos intentos de modelizar el comportamiento de los mercados financieros, y en particular los de divisas, han alcanzado avances en su poder explicativo, pese a la subsistencia de importantes zonas oscuras. Su resultado global es, en general, compatible con la existencia de serias dudas respecto al funcionamiento adecuado de los mercados de divisas, libres de toda intervención, en su papel de determinación de tipos de cambio de equilibrio. No es necesario insistir en la importancia de esta discusión, que trasciende a la cuestión genérica de la eficiencia de los mercados financieros, por tratarse de un activo emitido en régimen de monopolio por el Estado y que constituye una herramienta clave de política económica.

Puede decirse que las explicaciones alcanzadas, en términos generales, al mismo tiempo que son ortodoxas respecto a la racionalidad

---

<sup>12</sup>Ver Edwards (1993) para una discusión sobre los efectos de la adopción de regímenes cambiarios más o menos estrictos para países en desarrollo, cuyo objetivo común es la búsqueda de un ancla nominal exterior que permita importar estabilidad y reducir la inflación. En general, concluye que, si tales políticas se ven acompañadas por otras medidas de ajuste, contribuyen al éxito del mismo, si bien la capacidad de importar credibilidad se ve condicionada de forma significativa por elementos específicos de cada país, al igual que ha ocurrido en el SME, como antes se comentó.

<sup>13</sup>Aunque también cabría argumentar, que en una situación de elevada inflación, probablemente los problemas de coordinación sean mayores.

del mercado, proporcionan una base útil para argumentar en favor de la elección de uno u otro régimen cambiario, y en concreto para la discusión tanto sobre los medios más adecuados para corregir los problemas inducidos por la libre flotación como sobre las limitaciones que se pueden encontrar en la defensa de un sistema de paridades semifijas.

En general, las hipótesis de eficiencia de los mercados de capitales, implican una difusión perfecta y simétrica de la información y unos costes de transacción insignificantes. Los distintos grados de eficiencia cualifican estas condiciones, oscilando desde las versiones más estrictas (eficiencia fuerte), generalmente rechazadas por la evidencia, hasta las formas más débiles, compatibles con limitaciones al funcionamiento del mercado, y en particular con la existencia de factores como información asimétrica, interpretación heterogénea de la misma, burbujas especulativas racionales, caos, etc...<sup>(14)</sup>

Para valorar adecuadamente los argumentos anteriores, es preciso tener en cuenta la magnitud y las peculiaridades de los mercados de divisas en la actualidad, y su evolución previsible en un futuro próximo. Estos mercados, definidos por el contexto de integración financiera, diversificación e institucionalización del ahorro y desarrollo de instrumentos y técnicas con un enorme potencial para el desarrollo de la negociación, han evolucionado y continuarán evolucionando hasta alcanzar enormes dimensiones, una fuerte actividad<sup>(15)</sup>, y una gran capacidad

---

<sup>14</sup> No se pretende abordar aquí una discusión a fondo sobre los distintos conceptos de eficiencia microeconómica de los mercados, que en ocasiones se utilizan de forma imprecisa. No obstante, cabe señalar que los tests de eficiencia disponibles están estrechamente vinculados a modelos específicos, lo que hace que la refutación de tal eficiencia, en los casos en que se produce, no pueda ser interpretada como una ausencia de eficiencia en sentido amplio, la cual implicaría posibilidades de arbitraje no explotadas. Sin embargo, los factores enunciados pueden proporcionar una aproximación útil a la explicación del comportamiento de los mercados que, en alguna medida, haga compatible la existencia de mercados muy líquidos, con agentes racionales, y costes de información muy reducidos, con comportamientos de los precios de equilibrio (tipo de cambio) altamente erráticos y que se apartan de los niveles de equilibrio macroeconómico de forma sostenida.

<sup>15</sup>Ver BIS (1993).

de creación de liquidez (mediante operaciones swap). Todo ello constituye un factor potencial de agravamiento de los problemas que la relativa ineficiencia de los mercados, las fluctuaciones excesivas y los desalineamientos sostenidos representan para la gestión de la política cambiaria.

La observación de las formas de ineficiencia referidas y la potencia de sus efectos tienen implicaciones particularmente importantes. Este tipo de consideraciones ha contribuido a respaldar, bien alguna forma de restricción a la movilidad del capital, como las que se discuten en el apartado siguiente, bien distintos grados de intervención en los mercados de divisas, dirigidas a amortiguar fluctuaciones indeseadas, que incluyen desde las intervenciones unilaterales o concertadas de tipo discrecional, hasta la versión, más estructurada, de la creación de zonas objetivo<sup>(16)</sup>.

Si bien es cierto que las versiones más estrictas de tales iniciativas han encontrado poco eco para su adopción, a nivel mundial, por los países industrializados, en parte por las razones referidas antes, han existido experiencias<sup>(17)</sup> inspiradas en tales ideas que permiten valorar, de forma tentativa, su viabilidad. La evidencia más reciente disponible puede servir para respaldar la utilidad de las intervenciones concertadas<sup>(18)</sup>,

---

<sup>16</sup> El término se debe originariamente a Paul Krugman, y, aunque no tiene una acepción única, se puede definir genéricamente como la adopción de bandas-objetivo respecto al tipo de cambio por parte de un grupo de países, fijados en función de determinados indicadores económicos y que son defendidas por la vía de la coordinación de políticas y de las intervenciones concertadas en los mercados de divisas. El compromiso de intervención en los mercados se suele entender como más genérico que literal ( ver Svenson, (1992)), lo cual puede tener ventajas en términos de reducción de incentivos a la especulación, siempre que la relativización del compromiso no lleve, en la práctica, a su abandono.

<sup>17</sup>Acuerdos del Plaza y del Louvre.

<sup>18</sup> Un trabajo de Catte, Galli y Rebecchini (1993), concluye que las intervenciones concertadas en los mercados de cambio han sido generalmente eficaces, lo que atribuye, sobre todo, al efecto señal de tales intervenciones. En Domínguez y Frankel (1993), se puede encontrar una discusión completa sobre los efectos de las intervenciones en los mercados de cambios en distintos supuestos: anunciados o no,

por parte de los principales bancos centrales, para invertir tendencias sostenidas e injustificadas en la evolución de sus paridades, si bien las posibilidades de obtener resultados precisos, tales como objetivos comprendidos dentro de una banda determinada de forma sostenida, parecen más limitadas, y, en cualquier caso, condicionadas a la existencia de un contexto de coordinación efectiva de políticas.

En suma, de las consideraciones anteriores se puede concluir que, en general, parece justificada la fijación de alguna forma de objetivos cambiarios, ya sea con objeto de corregir los excesos de los mercados, ya sea con objetivos más ambiciosos y específicos. Existe, asimismo, evidencia, aportada recientemente, sobre la eficacia de las intervenciones concertadas en los mercados de divisas, que, en alguna medida puede refutar la argumentación tradicional en contra de dicha eficacia.

#### **4. El papel de las restricciones a la libre circulación de capital**

Uno de los elementos que ha podido contribuir al mantenimiento de la estabilidad cambiaria en el seno del SME ha sido la persistencia de restricciones a los flujos de capital. Como es sabido, Italia y Francia han sido los países más significados durante la mayor parte del tiempo de existencia del SME por su recurso a los controles de capital, que mantuvieron hasta julio de 1990, y que, sin duda, desempeñaron un papel importante mientras estuvieron vigentes. Junto a ellos, cabe mencionar los casos de Irlanda, que también mantuvo controles hasta diciembre de 1992, y del sistema dual de tipos de cambio mantenido en Bélgica. España y Portugal mantuvieron inicialmente, tras su incorporación al Sistema, algunos controles a las salidas de capital, a los que más tarde se añadieron medidas dirigidas a limitar las entradas de capitales, como consecuencia de la combinación excepcional de tipos de interés elevados y reducida prima de riesgo cambiario por la que atravesaron ambos países. En España, dichos controles fueron suprimidos con anterioridad al desenlace

---

esterilizados o no. En general, concluyen que se debe atribuir una mayor capacidad a dichas intervenciones para afectar a los mercados de lo que ha sido comúnmente admitido.

de la última crisis del Sistema. Además, ambos países e Irlanda recurrieron durante la última crisis a determinadas medidas excepcionales que, si bien, en el caso español, no pueden clasificarse, en el sentido clásico, bajo la denominación de controles de capital, tienen implicaciones controvertidas que constituyen un elemento nuevo en este contexto<sup>(19)</sup>. En cualquier caso, la existencia de dos periodos diferenciados -con y sin controles- permite reflexionar con mayores elementos de juicio sobre el papel que han desempeñado dichos controles, y aportar algunos argumentos respecto a una discusión, que, bajo planteamientos algo distintos de los tradicionales, se replanteó a raíz de la crisis.

El mantenimiento de restricciones a la libre movilidad del capital, en el ámbito de un sistema cambiario como el SME, se justifica esencialmente por la necesidad de conservar ciertos márgenes de autonomía de la política monetaria, de forma compatible con el objetivo de estabilidad cambiaria, lo que se refleja en el mantenimiento de diferenciales entre los tipos de interés internos y externos de la moneda en cuestión<sup>(20)</sup>. En ausencia de tales controles, los movimientos de capital tenderán a igualar los tipos de interés internos y externos, y será imposible mantener objetivos respecto a aquellos que sean incompatibles con el referido compromiso cambiario. Tales controles tienden a limitar la intensidad de los movimientos de capital hacia el exterior de países con monedas consideradas débiles por el mercado, facilitando así el mantenimiento del compromiso cambiario, al reducir la vulnerabilidad de dichas monedas ante

---

<sup>19</sup>Ver Alonso y Linde (1993), para una discusión sobre las medidas adoptadas en España. En los casos de Irlanda y Portugal, se combinaron algunas restricciones clásicas, que aún no se habían suprimido, a los préstamos en sus respectivas monedas a no residentes, con otras medidas extraordinarias, que perseguían penalizar la financiación vía Swaps.

<sup>20</sup>No se consideran relevantes para los casos de países del SME otras justificaciones para los controles de capital, que se pueden considerar como "mal menor" necesario en economías menos desarrolladas para evitar la descapitalización de la economía, mantener la base fiscal o para apoyar programas de estabilización y reforma estructural. Ver Mathieson y Rojas Suárez (1992).

esos movimientos<sup>(21)</sup>. El efecto de ralentización de los eventuales ataques especulativos aumenta el margen de maniobra disponible, por los países afectados por crisis de credibilidad, respecto a sus compromisos cambiarios, con las ventajas asociadas a ello: la posibilidad de elección (dentro de unos márgenes) del momento y magnitud del realineamiento -en caso de que se considere que debe producirse-. Distintos modelos que han explorado el papel de los controles de capital en las crisis especulativas coinciden en señalar las posibilidades que proporcionan determinados controles para evitar o posponer ataques especulativos, si bien coinciden en concluir que la persistencia en políticas inconsistentes con el compromiso externo conducirá en cualquier caso a un reajuste cambiario. Adicionalmente, se ha señalado que la existencia de controles tenderá a reducir la volatilidad de los tipos de interés necesaria para afrontar la crisis, con lo que, independientemente del resultado de esta, sus costes disminuirán.

Junto a estos argumentos, se ha aducido la importancia que tiene en el desarrollo de las crisis cambiarias el elemento de autoconfirmación de expectativas, que, como queda reflejado en el modelo de Obstfeld (1986), puede constituir un factor decisivo en su desenlace. El desencadenamiento de estas, en determinados casos, puede no estar determinado por una necesidad ineluctable de ajustar el tipo de cambio, como resultado de una política inconsistente con el objetivo cambiario, sino más bien por la existencia de conflictos entre objetivos, que hagan percibir al mercado dilemas internos respecto a dicha consistencia de políticas. Bastará con que dicho dilema implique una seria limitación del margen disponible para el mantenimiento de tipos de interés elevados, para que un ataque especulativo tenga altas posibilidades de éxito.

La experiencia de algunos de los episodios recientes de crisis del Sistema respalda la hipótesis de expectativas autoconfirmadas: así, la devaluación del franco francés en 1987, la de la libra irlandesa en 1992,

---

<sup>21</sup>Cabe distinguir entre los controles "convencionales" dirigidos a controlar los saldos, y que implican sustituibilidad imperfecta entre monedas, y aquéllos dirigidos a controlar los flujos ante situaciones "extraordinarias".

o la enorme presión contra el franco francés observada a lo largo de 1992 y 1993, que, en principio, debe clasificarse entre los episodios de ataques que no están netamente justificados por los fundamentos<sup>(22)</sup>. Otros realineamientos forzados por las últimas crisis han obtenido un diagnóstico algo más controvertido. Algunos autores (Eichengreen y Wyplosz (1993)) se inclinan, al respecto, por el poder explicativo de los modelos de expectativas autoconfirmadas frente a modelos fundamentalistas, que ponen el énfasis en problemas de competitividad acumulados, y, especialmente, en el shock no acomodado por la política cambiaria que supuso la reunificación alemana. Aunque es difícil discutir la importancia de este último factor en la explicación de la crisis -no tanto en su ubicación temporal ni en su desarrollo específico-, tampoco cabe negar, al analizar este último, que el elemento de autoconfirmación de expectativas desempeñó un papel decisivo en determinados casos.

En definitiva, argumentos del tipo de los expuestos han llevado a respaldar, en su momento, el mantenimiento de restricciones a la movilidad del capital de tipo clásico, o bien han contribuido a replantear la cuestión sobre la conveniencia de la total liberalización de los flujos de capital entre los países del SME, que, al menos en alguna medida, parece limitar la capacidad de defensa del mecanismo cambiario ante circunstancias adversas, y lo hace especialmente vulnerable ante problemas de falta de credibilidad de las paridades, cualquiera que sea su origen. La última crisis del SME ha venido así a replantear elementos de una discusión que se consideraba zanjada, y ha aportado algunos nuevos argumentos en el sentido apuntado. ¿Deben los mercados decidirlo todo en política cambiaria? ¿Hasta qué punto los modelos de expectativas autoconfirmadas y su contrastación positiva no proporcionan argumentos que respaldan medidas de recuperación de una mayor soberanía cambiaria, compatible

---

<sup>22</sup>A este respecto, la noción de fundamentos puede tener una interpretación amplia o estrecha, en función de la cual la discusión se puede ver modificada, de forma que con frecuencia se introduce un sesgo en la misma. Aquí se sobreentiende una interpretación limitada. En última instancia, si se adopta una noción excesivamente amplia, las diferencias entre ataques especulativos justificados y no justificados por los fundamentos se difuminan, y pueden hacerse irrelevantes. Navascués (1994) discute una versión ampliada del concepto de fundamentos, basada en el modelo de equilibrio interno y externo de Williamson.

con un sistema de tipos fijos ajustables?. Estas cuestiones genéricas adquieren matices específicos en relación con el mercado único, respecto al cual la estabilidad cambiaria parece en principio más necesaria, y, lo que es más importante, con respecto al proyecto de Unión Monetaria, para el cual el SME desempeña un papel que se ha venido considerando fundamental.

Los argumentos que respaldaron el levantamiento de los controles y que, en esa línea, minimizan el papel de su desaparición en el desencadenamiento de la última crisis, son bien conocidos y, en líneas generales, difíciles de rebatir. En general, la libre movilidad del capital es deseable desde el punto de vista de la asignación óptima del ahorro a escala internacional, y más aún en el contexto de un proceso de integración económica. Si, además, dicho proceso tropieza con limitaciones estructurales a la movilidad del factor trabajo, la libre movilidad del capital se hace aún más necesaria para aprovechar las ventajas de la integración. Junto a estos argumentos, hay que resaltar que la evidencia respecto a la aportación de los controles a la estabilidad del SME indica que, si bien han podido contribuir a la misma en determinadas etapas del Sistema -especialmente en las iniciales, en que los controles eran más estrictos-, dicha eficacia ha sido limitada y ha tendido a reducirse a medida que la integración económica y financiera en el seno de la CE proporcionaban crecientes incentivos y vías de escape a los controles.

De hecho, existe evidencia de que los controles han tenido un efecto limitado y decreciente en su capacidad de restricción de los flujos de capital, tanto a largo como a corto plazo<sup>(23)</sup>, lo cual, con independencia de los mecanismos que se han desarrollado sucesivamente para minar dicha capacidad, es un reflejo del hecho fundamental de que la integración financiera entre los países industrializados, y en especial en la Comunidad, ha alcanzado un nivel muy elevado, básicamente irreversible y que, además, tenderá a aumentar en el futuro próximo.

Las dudas sobre la eficacia de los controles de capitales, si bien por un lado minimizan las críticas a los efectos nocivos de tales restricciones,

---

<sup>23</sup>Sobre este tema puede verse Gros y Thygesen (1991).

no permiten descartar la existencia de efectos negativos en cuanto a la integración de los mercados de capitales y a la diversificación del ahorro. Pero, lo que es más importante, su papel en la contención de las crisis cambiarias puede haber sido más el de un mecanismo de retardo que el de un elemento capaz de evitarlas, y dicho retardo ha tenido lugar, en ocasiones, al precio de una crisis de mayor magnitud. Así, en ocasiones se ha planteado este tipo de efectos perversos, que darían lugar a una mayor probabilidad de turbulencias cambiarias con controles de capital más estrictos (en presencia, eso sí, de algún factor que pueda ser detonante de dichas turbulencias), debido a que estas restricciones tienden a reducir de forma artificial el diferencial de tipos de interés con el exterior, y, por lo tanto, a contener artificialmente movimientos de capital que, si finalmente se producen, lo harán de forma explosiva. La validez de este argumento y su posible efecto negativo sobre la credibilidad que el mercado otorga al mecanismo de cambios se ven acrecentados por la constatación reciente de la capacidad del mercado para imponerse frente a cualquier obstáculo, siempre que las expectativas apunten en una dirección.

Un argumento adicional en contra de la viabilidad de los controles sostiene que, por un lado, estos deben necesariamente restringirse a ciertos países -dada la imposibilidad práctica de su reimplantación en otros- y que ello hace que su eficacia dependa crucialmente del grado de coordinación de políticas entre los países pertenecientes al SME, de las combinaciones de políticas fiscales y monetarias del país en cuestión, de su grado de apertura económica y de integración financiera<sup>(24)</sup>, factores cuya evolución en los últimos años ha contribuido al proceso de pérdida de eficacia de los controles antes mencionado.

En línea con los argumentos referidos, algunos modelos recientes (Gros (1992)) tienden a identificar las expectativas respecto a la capacidad de mantener determinados niveles de tipos de interés como el elemento determinante del éxito o fracaso de un ataque especulativo y, en la misma medida, minimizan el poder de los controles. Por tanto, en presencia de fenómenos de expectativas autoconfirmadas, si estas

---

<sup>24</sup>Ver Papadía y Rossi (1990).

vinieran, en última instancia, determinadas por la generalización de expectativas entre los agentes del mercado que cuestionen el mantenimiento de determinados niveles de tipos de interés, una vez alcanzados estos niveles, los controles de capital tendrían una capacidad reducida para evitar o contener los ataques especulativos <sup>(25)</sup>.

Si bien, en términos generales, los acontecimientos recientes en el SME parecen validar tal argumento (que, en parte, es compatible con la existencia de expectativas autoconfirmadas), no se puede obviar la importancia que respecto a la configuración de expectativas -y respecto a las posibilidades de éxito de un ataque especulativo-, tiene la disponibilidad de reservas exteriores, incluida la posibilidad real de endeudamiento con otro banco central por parte del banco central en cuestión, a efectos de intervención en los mercados. Tal como se refleja en determinados modelos (Alesina y Grilli (1988)), y ha demostrado últimamente el caso francés, este factor puede ser decisivo.

Este instrumento de defensa coordinada de las paridades, recogido en los acuerdos de Nyborg-Basilea, es probablemente determinante para afrontar crisis especulativas, una vez que se han desencadenado, siempre que exista la posibilidad referida de financiación exterior de las intervenciones. Sin embargo, ello choca, a su vez, con las limitaciones impuestas, ante crisis de cierta magnitud, por la capacidad de esterilización del país emisor de la moneda fuerte<sup>(26)</sup>, o, dicho de otro

---

<sup>25</sup> En general, los argumentos planteados son de aplicación respecto a todo tipo de medidas restrictivas a la circulación del capital, incluidas las de tipo extraordinario, utilizadas para situaciones de especulación masiva. Respecto de estas últimas, la experiencia ha servido para mostrar que su eficacia es limitada, dadas las vías de escape que persisten, tales como operaciones swap o aquellas basadas en los activos en moneda nacional y en manos de no residentes.

<sup>26</sup> Este factor ha demostrado ser relevante en la crisis reciente, dada la magnitud de los problemas que ha creado al Bundesbank. Ver Melcón (1993).

modo, con la posibilidad de que el mismo actúe de forma selectiva y limitada<sup>(27)</sup>.

Cabe mencionar, por último, que, entre las medidas restrictivas a la movilidad de capital que se han planteado en distintos ámbitos, tras la crisis del SME, se encuentran algunas de tipo prudencial, que -según se ha sostenido-, de ser suficientemente estrictas, tendrían un efecto desincentivador indirecto sobre la especulación. A este respecto, sin entrar en una discusión a fondo sobre la cuestión, hay que señalar los serios inconvenientes que implica el tratar de acometer dos objetivos de naturaleza tan distinta con una sola medida. Así, por una parte, la vigilancia de la solvencia de las entidades -que inspira todas las medidas prudenciales, incluidas las que tienden a evitar la aparición de riesgos cambiarios excesivos- debe acometerse atendiendo a toda una serie de factores -capitalización de cada entidad y grupo, posiciones globales abiertas de riesgo en los distintos mercados, etc- que modifican la visión que se obtiene a partir de la simple posición de riesgo en divisas. Por otra parte, el efecto que sobre las posibilidades de especulación tendría una reducción genérica de dicha posición de riesgo sería probablemente reducido, debido a las numerosas vías de escape que, sin duda, subsistirían tanto en cuanto a los criterios de medición utilizados como a través de operaciones realizadas por entidades - financieras y no financieras- a las que no afectan dichas normas.

En resumen, de la discusión planteada se pueden extraer, de forma tentativa, las siguientes conclusiones:

- La utilidad de los controles de capital de tipo tradicional -es decir, permanentes- para la prevención de ataques especulativos depende tanto del grado de integración financiera como de la combinación de políticas. En todo caso, ante un ataque especulativo en toda regla, son

---

<sup>27</sup>Lo cual, por otra parte, contraviene dichos acuerdos. Esta contradicción no hace sino reflejar la que existe, en sentido estricto, entre el estatuto del Bundesbank y los acuerdos del SME, dado que en el primero se recoge como objetivo prioritario la estabilidad de precios que, en determinadas circunstancias, puede entrar en conflicto con las obligaciones de intervenir en los mercados de forma ilimitada.

escasamente eficaces, limitándose a retardar y, probablemente, a acrecentar el ataque. Los principales factores que limitan su eficacia son el elevado nivel de integración financiera alcanzado y la imposibilidad de aplicarlos de forma universal.

- Las limitaciones a los movimientos de capital de tipo extraordinario y ocasional, más específicamente dirigidas a limitar los efectos de los ataques especulativos tienen, en principio, la virtud de no restringir los flujos de capital en periodos normales, aunque no existe una experiencia suficiente para emitir un juicio sobre su capacidad para evitar una devaluación no deseada, incluso si esta se halla nítidamente fuera de justificación en términos de fundamentos y obedece al modelo de expectativas autoconfirmadas. Se ha argumentado que determinadas formas de restricciones pueden ser útiles para demorar un ataque y así elegir el momento de un realineamiento, o bien, en combinación con el apoyo del banco central que emite la moneda fuerte, si tal apoyo es efectivo, para limitar las consecuencias negativas para dicho banco central en términos de creación de base monetaria indeseada. No obstante, las consideraciones anteriores sobre los controles tradicionales parecen básicamente aplicables también respecto a las extraordinarias.

- No parece aconsejable recurrir a medidas de naturaleza prudencial para acometer otros objetivos, tales como el de estabilidad cambiaria aquí discutido.

## 5. Opciones en la transición hacia la unión monetaria

De las reflexiones planteadas hasta aquí, se pueden extraer algunas conclusiones genéricas aplicables a la situación en que se encuentra actualmente el SME. De forma esquemática, y sin entrar en la discusión sobre hipotéticas modificaciones respecto a los términos reflejados en el Tratado de la Unión, cabe sintetizar las opciones disponibles respecto a la evolución del SME en dos alternativas:

1. Retorno a la situación anterior a la crisis con bandas del  $\pm 2,25\%$  y  $\pm 6\%$  y sin modificar los demás elementos institucionales.
2. Mantenimiento de un esquema de funcionamiento flexible, bien como el actual, o bien introduciendo algunas modificaciones.

Adicionalmente, y de forma compatible con cualquiera de las opciones anteriores, se puede plantear la conveniencia de introducir restricciones a los flujos especulativos para reforzar los instrumentos de defensa del Sistema.

La discusión planteada en este trabajo tiende, en general, a resaltar los beneficios de una aproximación flexible hacia la solución de los problemas planteados para la transición al SME, en la línea de la solución que se adoptó tras la crisis. Se trataría, por un lado, de evitar el riesgo de inestabilidad en que podría desembocar un nuevo intento de volver al esquema anterior sin haber resuelto previamente los problemas de coordinación de políticas, y, por otra parte, de explotar, en lo posible, el margen de flexibilidad en cuanto a la política cambiaria que sea compatible con la búsqueda de dicha estabilidad. En favor de tal opción se encuentran los argumentos que ponen el peso en la necesidad de acometer reformas estructurales y flexibilizar los mercados frente a la capacidad, especialmente limitada en el periodo actual, de importar credibilidad antiinflacionista por la vía de un compromiso cambiario rígido.

Por otra parte, la experiencia de la crisis del Sistema vino a resaltar los costes de un exceso de énfasis en tales compromisos, que en situaciones de incertidumbre tiende por sí mismo a dificultar su consecución. Por último, cabe añadir, en apoyo del enfoque más flexible, que el gradualismo en la reducción de las fluctuaciones cambiarias, en presencia de unos mercados como los que existen actualmente, parece presentar más inconvenientes que ventajas, frente a la opción de mayor flexibilidad relativa.

Con respecto a los problemas que se plantearían en el momento de fijación definitiva de paridades para la Unión Monetaria, en principio una opción de este tipo no evitaría la necesidad de una cierta discrecionalidad en la determinación del momento y en la elección de la paridad definitiva, si bien respecto a esta última son poco claras las ventajas relativas frente a un esquema de funcionamiento más rígido, con bandas estrechas e intervenciones obligatorias. En cualquier caso, es esta una discusión compleja, que excede las intenciones de este trabajo.

Por lo demás, los argumentos planteados en el apartado anterior, sugieren que un enfoque tendente a dirigir la evolución de los mercados dentro de determinados objetivos, puede ser eficaz mediante la combinación de políticas suficientemente coordinadas e intervenciones concertadas en los mercados de divisas, sin bandas que determinen límites de intervención obligatoria. Tal configuración, que respondería a la noción genérica de zona objetivo, se vería reforzada, respecto a la concepción clásica, por una disponibilidad de instrumentos mayor que la existente en dichas formulaciones, y por la posible reducción de las bandas-objetivo en función de las circunstancias específicas de cada país, podría garantizar el mayor grado posible de estabilidad cambiaria.

Los argumentos referidos podrían inspirar dos enfoques alternativos: la continuidad con el régimen de bandas anchas actual (+15%), pero estableciendo objetivos más rigurosos en los términos que se estimen convenientes por parte de cada país miembro del SME, lo que supondría la creación de zonas-objetivo dentro de los límites de intervención obligatoria, delimitadas por bandas más estrechas que las que suponen estos; o bien la versión, menos ambiciosa, según la cual simplemente se suprimirían los límites de intervención obligatoria, con la consiguiente reducción del riesgo de especulación, aunque con el riesgo de una relajación en el grado de compromiso efectivo con el objetivo cambiario<sup>(28)</sup>.

---

<sup>28</sup> Artis (1994) presenta una discusión sobre las opciones abiertas para el paso a la tercera fase de la UME. Entre otras alternativas, sugiere la adopción de un enfoque centrado en la transición (gradual) frente al big-bang previsto, lo que implicaría dotar de mayor poder al IME y adoptar un enfoque más simétrico en la gestión del SME lo antes posible, con objeto

Por último, en relación con la introducción de medidas restrictivas, incluso de tipo extraordinario, la adopción de una solución del tipo de las planteadas más arriba las haría en principio innecesarias. Por otra parte, su eficacia, como se señaló anteriormente, parece limitada y condicionada por los factores antes aludidos: la existencia o no de situaciones manifiestas de desviación del tipo de cambio respecto a los fundamentos y, sobre todo, las expectativas sobre la capacidad efectivamente disponible para neutralizar los ataques mediante intervenciones en los mercados.

## 6. Conclusiones

De la discusión planteada en este trabajo cabe extraer, de forma muy sintética, las conclusiones que se resumen a continuación.

1. El Sistema Monetario Europeo ha proporcionado a los países participantes resultados satisfactorios en el terreno de la estabilidad cambiaria dentro de la CE, y algo más desiguales y discutibles en el terreno de la inflación, y en los costes de la disminución de la misma en términos de desempleo. Tal conclusión, confirmada por la experiencia de otros países con regímenes cambiarios semifijos parece, indicar que el efecto credibilidad es relativamente reducido, y que su magnitud está muy condicionada, tanto por las características estructurales de los distintos países como por la secuencia y la intensidad con que se apliquen otras medidas de política económica. En cualquier caso, la incidencia de dicho efecto debería verse aún más limitada a raíz de la crisis del Sistema, lo cual, unido a la situación cíclica y a la reordenación de prioridades asociada a la misma, constituye un argumento que tiende a minimizar los costes derivados de una mayor flexibilidad cambiaria dentro del Sistema.

2. La evidencia que proporcionan los estudios relativos a los costes de la pérdida de capacidad de ajuste de las economías del Sistema derivada de su pertenencia al mismo, es poco clara. Puede señalarse que la

---

de emular las condiciones de la tercera fase en un período que puede servir como test para la misma.

magnitud de dicha pérdida depende de forma sustancial de los mecanismos de ajuste de cada país, en términos de flexibilidad de la economía, en general, y, en especial, del mercado de trabajo, así como del funcionamiento de los mecanismos de ajuste intracomunitarios (vía flujos de capital y transferencias fiscales). Esta discusión puede sugerir que, al menos para determinados países, una mayor flexibilidad cambiaria puede ser un factor que compense, en la transición hacia la UME, el funcionamiento insuficiente de los mecanismos de ajuste referidos.

3. Dos argumentos adicionales en el mismo sentido, de orden más general, son los siguientes: por un lado, los riesgos que pueden derivarse de un exceso de énfasis en la persecución de objetivos cambiarios rígidos; por otro lado, el potencial desestabilizador del triángulo inconsistente, cuyos costes potenciales se han hecho patentes durante la crisis del Sistema, lo cual plantea la necesidad de limitar, al menos, el grado en que actúan los elementos del triángulo en el periodo de transición hacia la UME. Por las razones referidas, dicha limitación podría lograrse mediante una relativa flexibilización de los objetivos cambiarios.

4. En el conjunto de los países industrializados, en general, y, en particular, entre los países de la CE, el grado de integración financiera alcanzado se debe considerar como un fenómeno estructural que tenderá a reforzarse en los años próximos, y que limita muy seriamente la capacidad por parte de los gobiernos de restringir los movimientos de capital por vías administrativas, al menos en el ámbito de las medidas cuyos costes en términos de distorsiones y segmentación de los mercados de capital no fueran excesivos. La evidencia disponible así lo confirma, y la evolución reciente y previsible en el sentido referido, en cuanto al desarrollo de los mercados de capital, sugiere que dicha evolución tenderá a consolidarse, lo que refuerza los argumentos mencionados.

5. A pesar de estas consideraciones, existen argumentos en favor de la posibilidad de introducir ocasionalmente medidas extraordinarias, cuya necesidad se basaría en el objetivo de preservar la estabilidad cambiaria, y, más en general, la soberanía sobre la política cambiaria frente a unos mercados que, como es reconocido, no siempre y no solo atienden a la sostenibilidad de los fundamentos económicos. En

determinadas circunstancias, los mercados pueden imponer fluctuaciones indeseables de los tipos de cambio, o realineamientos innecesarios, en el sentido de que el ajuste que propician podría llevarse a cabo por otras vías. No obstante, la utilidad de tales medidas parece muy limitada en el tiempo y, fundamentalmente, condicionada en sus posibilidades de éxito para evitar un realineamiento a otros factores, en especial la posibilidad de recurrir, sostenidamente y sin límites previsibles, a intervenciones en los mercados. En cualquier caso, no parece que la solución de los problemas planteados en la actual etapa del SME pueda apoyarse de una manera sustancial en medidas de este tipo. Algo similar puede decirse de la utilidad, para estos fines, de un endurecimiento de las medidas prudenciales tendentes a limitar las posiciones abiertas de riesgo de cambio por parte de las entidades financieras. A este respecto, hay que resaltar las limitaciones asociadas a cualquier intento de acometer dos objetivos de distinta naturaleza con una sola medida, cuya consecuencia es una menor eficacia en el cumplimiento de su objetivo principal.

6. De la experiencia obtenida entre los países sometidos al régimen de flotación desde 1973, cabe extraer algunas conclusiones sobre el comportamiento de los mercados de divisas relevantes para la discusión sobre la situación actual del SME: su excesiva volatilidad, su propensión a los desalineamientos sostenidos, y la compatibilidad de tales tendencias con determinadas versiones de la teoría de eficiencia microeconómica de los mercados y con el comportamiento racional de los agentes, debido a la existencia de heterogeneidad en la información, en su disponibilidad temporal y en su interpretación, comportamientos no lineales en los mercados, burbujas especulativas, etc. La corrección de los excesos del mercado ha inspirado distintos esfuerzos de coordinación de políticas y de intervenciones en los mercados de divisas. Tales esfuerzos, cuando han sido concertados, han obtenido resultados en general positivos, especialmente debido al efecto señal de las intervenciones concertadas en los mercados.

7. Las consideraciones anteriores pueden servir de base para una discusión sobre las opciones con que se encuentra actualmente el SME. De una forma esquemática, tales opciones incluyen un retorno a la situación previa a la crisis; un respaldo al funcionamiento flexibilizado del tipo del

actual, con o sin modificaciones; y, de forma compatible con cualquiera de las situaciones descritas, la adopción o no de restricciones extraordinarias a la movilidad del capital. La discusión planteada en este trabajo, en principio, proporciona argumentos favorables al enfoque más flexible y contrarios a la adopción de medidas restrictivas, que en cualquier caso desempeñarían un papel subsidiario en la gestión de la política cambiaria. La experiencia del período transcurrido desde la ampliación de bandas respalda la validez de dicha opción.

8. La discusión planteada sobre los costes y beneficios de una mayor flexibilidad cambiaria en la transición hacia la unión monetaria, y la experiencia obtenida en las limitadas experiencias efectivas de intervención concertada en un régimen de flotación dirigida (básicamente, en el seno del G-3), constituyen argumentos que pueden respaldar la adopción de un Sistema flexibilizado, del tipo zona-objetivo reforzada -en el sentido de que existiría un mayor compromiso hacia la estabilidad cambiaria del que suponen las zonas-objetivo clásicas-. Sin embargo, la posibilidad de conservar el elemento central de las mismas (ausencia de bandas de intervención obligatoria) tiene la importante ventaja de reducir los incentivos a la especulación. Estos argumentos tendrían, en el contexto actual, dos posibles vías de aplicación: bien la adopción de objetivos más estrictos, dentro de las bandas anchas actuales, por parte de cada país, en función de sus intereses específicos, bien una reforma del Sistema en el sentido de sustituir los límites de intervención obligatoria por otros de tipo indicativo. Sin duda, existen riesgos asociados a ambas opciones, aunque de la argumentación presentada aquí en principio parecen deducirse algunas ventajas.

9. Una generalización de dicho régimen de mayor flexibilidad tiene, probablemente, ventajas añadidas en una perspectiva amplia, de tipo institucional. En particular, la adopción de una solución de este tipo permite compatibilizar el mayor grado de estabilidad cambiaria posible con la continuidad de un enfoque global para los países miembros del Sistema. Dentro de este, durante la transición hacia la unión monetaria, podrían convivir objetivos cambiarios muy rigurosos con otros algo más flexibles,

sin que la pérdida de efecto credibilidad que ello pudiera inducir constituya, como se argumentó antes, un coste demasiado elevado en las circunstancias actuales.

## BIBLIOGRAFÍA

**Alesina, A. y Grilli, V (1988)**, Can speculative attacks on EMS currencies be avoided ? *Giornale degli economisti e annuali di economia*. Nov-dic.

**Alonso, J y Linde, L.M. (1993)**. Mercados de divisas y crisis cambiarias : una nota a propósito del informe del Grupo de los Diez. Fundación FIES. Cuadernos de Información Económica nº 76-77.

**Artis, M.J.(1994)** Stage two: Feasible transitions to EMU. CEPR Discussion Papers No. 928

**Ayuso, J. (1991)**. Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas. Banco de España. Documento de Trabajo nº 9106.

**Ball, Laurence (1993)**. What determines the sacrifice ratio? NBER, Working Paper No. 4306.

**Bayoumi, T.** The effect of the ERM on participating economies. IMF Working Paper 91/86. 1991.

**BIS.** (1993) Report on Foreign Exchange Market Activity. April 1993.

**Catte, P, Galli, G y Rebecchini, S (1992)**. Exchange markets can be managed! *International Economic Insights*. Sep-oct 1992

**De Grauwe, P. y Heens, H. (1993)**. Real exchange rate variability in monetary unions. *Recherches economiques de Louvain*, nº 59.

**De Grauwe, P. y Vanhaverbeke (1991)**. Is Europe an optimum currency area? CEPR Discussion Papers nº 555.

**Domínguez. K.M y Frankel, J (1993)**. Does foreing exchange intervention work? *Institute for International Economics Sep.* 1993.

**Edwards, S.** (1993). Exchange rates as nominal anchors. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 129/1.

**Eichengreen, B.** (1991). Is Europe an optimum currency area? NBER Working Paper nº 3579 .

**Eichengreen, B. y Wyplosz, L** (1993). The unstable EMS. *Brookings Papers of Economic Activity I.* (1993).

**Flood, R. y Marion, N.P.** (1991). Exchange rate regime choice. IMF Working Paper No. 91/90.

**Frankel, J.** (1989) Flexible exchange rates: experience versus theory. *The journal of portfolio management.* Winter 1989.

**Giazvazzi, F. y Giovannini, A.** (1989). Limiting exchange rate flexibility: the European Monetary System. Cambridge MIT Press.

**Gros, D.** (1992). Capital controls and foreign exchange market crises in the EMS. *European Economic Review.* V 36. nº 8.

**Gros, D. y Thygesen, N.** (1992). *European Monetary Integration.* Longman-Londres.

**Haldane, A.G.** (1991). The exchange rate mechanism of the European monetary system: a review of the literature. Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Feb.

**Krieger, R** (1989). Real exchange rates, sectoral shifts, and aggregate unemployment. Federal Reserve Board. Finance and Economic Discussion Series, Nº. 92.

**Mathieson, D.J. y Rojas Suárez, L.** (1992). Liberalization of the capital account: experiences and issues. IMF Working Papers Nº. 92/46.

**Melcón, C.** (1993). El impacto de los flujos externos sobre las condiciones monetarias internas. La experiencia en Alemania. Banco de España. EC/1993/44.

**Navascués, M.** (1994). Índices de competitividad y fundamentos de los tipos de cambio. Banco de España. Documento Interno EC/18/94.

**Obstfeld, M.** (1986). Rational and self-fulfilling Balance of Payments crisis. American Economic Review. LXXVI.

**Papadia, F. y Rossi, S.** (1990). Are asymmetric exchange controls effective? Banca d'Italia. Temi di discussione, Nº 131.

**Pomfret, R.** (1991). What is the secret of the EMS longevity? Journal of Common Market Studies. Dec.

**Revenge, A.** (1993). Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. Banco de España, Documento de Trabajo nº 9321.

**Svenson, A.** (1992). An interpretation of research on exchange rate Target Zones. Journal of Economic Perspectives. V.6.n.4.



## DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9311 **Fernando Restoy y G. Michael Rockinger:** On stock market returns and returns on investment.
- 9312 **Jesús Saurina Salas:** Indicadores de solvencia bancaria y contabilidad a valor de mercado.
- 9313 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo, María Jesús Martín y José María Roldán:** Productividad e infraestructuras en la economía española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9314 **Fernando Ballabriga, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 **Isabel Argimón y M.ª Jesús Martín:** Series de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 **Pedro Martínez Méndez:** Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 **Pedro Martínez Méndez:** Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.
- 9318 **Pablo Antolín y Olympia Bover:** Regional Migration in Spain: The effect of Personal Characteristics and of Unemployment, Wage and House Price Differentials Using Pooled Cross-Sections.
- 9319 **Samuel Bentolila y Juan J. Dolado:** La contratación temporal y sus efectos sobre la competitividad.
- 9320 **Luis Julián Álvarez, Javier Jareño y Miguel Sebastián:** Salarios públicos, salarios privados e inflación dual.
- 9321 **Ana Revenga:** Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9322 **María Pérez Jurado y Juan Luis Vega:** Paridad del poder de compra: un análisis empírico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9323 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española.
- 9324 **Juan J. Dolado, Miguel Sebastián y Javier Vallés:** Cyclical patterns of the Spanish economy.
- 9325 **Juan Ayuso y José Luis Escrivá:** La evolución del control monetario en España.
- 9326 **Alberto Cabrero Bravo e Isabel Sánchez García:** Métodos de predicción de los agregados monetarios.
- 9327 **Cristina Mazón:** Is profitability related to market share? An intra-industry study in Spanish manufacturing.
- 9328 **Esther Gordo y Pilar L'Hotellerie:** La competitividad de la industria española en una perspectiva macroeconómica.
- 9329 **Ana Buisán y Esther Gordo:** El saldo comercial no energético español: determinantes y análisis de simulación (1964-1992).
- 9330 **Miguel Pellicer:** Functions of the Banco de España: An historical perspective.
- 9401 **Carlos Ocaña, Vicente Salas y Javier Vallés:** Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989.
- 9402 **P. G. Fisher and J. L. Vega:** An empirical analysis of M4 in the United Kingdom.
- 9403 **J. Ayuso, A. G. Haldane and F. Restoy:** Volatility transmission along the money market yield curve.
- 9404 **Gabriel Quirós:** El mercado británico de deuda pública.
- 9405 **Luis J. Álvarez and Fernando C. Ballabriga:** BVAR models in the context of cointegration: A Monte Carlo experiment.
- 9406 **Juan José Dolado, José Manuel González-Páramo y José M.ª Roldán:** Convergencia económica entre las provincias españolas: evidencia empírica (1955-1989).
- 9407 **Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** La inversión en España: un análisis desde el lado de la oferta.
- 9408 **Ángel Estrada García, M.ª Teresa Sastre de Miguel y Juan Luis Vega Croissier:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español.

- 9409 **Pilar García Perea y Ramón Gómez:** Elaboración de series históricas de empleo a partir de la Encuesta de Población Activa (1964-1992).
- 9410 **F. J. Sáez Pérez de la Torre, J. M.ª Sánchez Sáez y M.ª T. Sastre de Miguel:** Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia.
- 9411 **Olympia Bover and Ángel Estrada:** Durable consumption and house purchases: Evidence from Spanish panel data.
- 9412 **José Viñals:** La construcción de la Unión Monetaria Europea: ¿resulta beneficiosa, en dónde estamos y hacia dónde vamos? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9413 **Carlos Chuliá:** Los sistemas financieros nacionales y el espacio financiero europeo.
- 9414 **José Luis Escrivá y Andrew G. Haldane:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés en España: estimación basada en desagregaciones sectoriales. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9415 **M.ª de los Llanos Matea y Ana Valentina Regil:** Métodos para la extracción de señales y para la trimestralización. Una aplicación: Trimestralización del deflactor del consumo privado nacional.
- 9416 **José Antonio Cuenca:** Variables para el estudio del sector monetario: agregados monetarios y crediticios, y tipos de interés sintéticos.
- 9417 **Ángel Estrada y David López-Salido:** La relación entre el consumo y la renta en España: un modelo empírico con datos agregados.
- 9418 **José M. González Mínguez:** Una aplicación de los indicadores de discrecionalidad de la política fiscal a los países de la UE.
- 9419 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** ¿Se ha incrementado el riesgo cambiario en el SME tras la ampliación de bandas?. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9420 **Simon Milner and David Metcalf:** Spanish pay setting institutions and performance outcomes.
- 9421 **Javier Santillán:** El SME, los mercados de divisas y la transición hacia la Unión Monetaria.

---

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

**Información:** Banco de España  
Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión  
Teléfono: 338 51 80  
Alcalá, 50. 28014 Madrid