

1ª parte

El Euro viene; pero... ¿qué trae?

La nueva moneda entra en curso el próximo 1 de enero

Miguel Merino Pacheco

Dr. Ing. Agr.

El 1º de Enero de 1999 los europeos nos levantaremos (o iremos a la cama) con una nueva moneda en nuestros bolsillos. Si bien los billetes y la calderilla tardarán un poco en comenzar a circular, a todos los demás efectos la moneda única estará instalada. Pese a su inminencia, este ha sido un tema hasta ahora poco discutido y aún menos entendido. Con la presente contribución se pretende aclarar algunos puntos sobre los mecanismos e interacciones que imperan en el mundo monetario. Estos aspectos son indispensables para abordar posteriormente una discusión, aunque sea muy superficial, del Euro y de lo que - probablemente - nos espere tras la formalización de la Unión Monetaria Europea. Dado lo extenso del tema, esta segunda parte de la discusión tendrá que esperar a una segunda entrega.

El Acta Única Europea se adoptó en 1992 como una extensión del Tratado de Roma de 1957, que había dado nacimiento a la entonces llamada Comunidad Económica Europea. El objetivo del Acta Única era eliminar las restantes barreras que aún obstaculizaban la libre circulación de personas, mercaderías y capital dentro del territorio de lo que a partir de ese momento se denominó Unión Europea. Cuando el Acta entró en vigencia, dando nacimiento al Mercado Único, la creación de una unión monetaria se hizo inevitable.

La eliminación de las barreras al movimiento de capitales, aparentemente un paso inocuo, fue lo que hizo inevitable la creación de la unión monetaria. Esto se debe al llamado «principio de la trilogía imposible o inconsistente», que establece que en el caso de economías abiertas solamente dos de las tres características siguien-

tes son mutuamente compatibles: movilidad irrestricta de capitales, política monetaria independiente y tasas cambiarias fijas. En Europa, zona económica comercial abierta, sólo es posible conservar dos de estas opciones simultáneamente, pero nunca las tres. Hay que elegir.

En presencia de movilidad de ca-

netarias pobremente coordinadas. En una palabra, una verdadera pesadilla para el comercio intraeuropeo, que probablemente conduciría a la destrucción de la Unión Europea misma.

Los problemas de la economía monetaria no son fácilmente aprehensibles con las herramientas del sentido común. El mundo monetario es un mundo poblado de seres mitológicos, como los gnomos especuladores de Zürich, la ya difunta serpiente en el túnel o los presidentes de los bancos centrales, con su ininteligible cháchara. En ese mundo nada es como lo parece; pero afortunadamente algunos elementos conocidos ampliamente, como las leyes que rigen a la oferta y la demanda, encuentran aquí también su aplicación.



El Acta Única Europea, que se adoptó en 1992, tenía como objetivo eliminar las barreras para la libre circulación de personas, mercaderías y capital

tes - medida indispensable para aumentar la eficiencia de la inversión y uno de los corazones de la Unión Europea - y con tasas de cambio entre las monedas nacionales estabilizadas, la opción no es entre la unión monetaria y el paraíso terrenal, sino entre la unión monetaria y una Europa de tasas de cambio fluctuantes de forma imprevisible, acompañadas de políticas mo-

El dinero es un artículo que no tiene ningún valor intrínseco. A nadie le gustan los dólares por el valor artístico de su diseño, sino por poder ser intercambiados por bienes o servicios que las personas desean. Se trata simplemente de una convención, que por lo demás hoy día no está respaldada por ningún valor concreto. El dinero se acepta porque se acepta, y porque

el gobierno dice que esto debe ser así. Los gobiernos se reservan el monopolio de la emisión de dinero, y castigan severamente a cualquier particular que trate de poner en circulación imitaciones de sus billetes utilizando una imprenta. Esto se debe no sólo a que la capacidad de emitir billetes es una interesante fuente de ingresos - el «señoreaje»-, sino también porque el control de las cantidades de dinero en circulación es uno de los resortes de política económica más poderosos existentes.

El dinero tiene con otras mercancías, no obstante, una característica común: su valor está dado por su oferta limitada. Si se pudiese disponer de él de forma ilimitada, perdería su va-

La variación de la cantidad de dinero en circulación- esencia de la política monetaria - es un poderoso instrumento para controlar el nivel de actividad económica de un país

lor de intercambio, y para obtener cualquier bien los particulares tendrían que disponer de cantidades enormes de la moneda en cuestión para afrontar sus gastos corrientes. Es lo que llamamos hiperinflación.¹

Los gobiernos intentan adaptar la cantidad de dinero en circulación («oferta») a las necesidades del sistema económico («demanda») y a sus objetivos en este campo, que generalmente son obtener un crecimiento económico sostenido, evitando tanto la inflación como las recesiones. Esto es, a grandes rasgos, lo que se denomina política monetaria. A partir de la introducción del Euro, esta política monetaria dejará de estar en el área de responsabilidad de los gobiernos nacionales europeos y pasará a ser resorte del Banco Central Europeo a instalarse en Frankfurt.

La oferta de dinero se controla a través de un complejo sistema que implica instituciones estatales conocidas genéricamente como «bancos centrales» y su interacción con la banca comercial privada o pública. Los nombres oficia-



les de estos bancos centrales - que no prestan dinero al público, sino a los bancos comerciales-varían de país a país: Reserva Federal en los Estados Unidos, Banco de Inglaterra en el Reino Unido, Banco Federal («Bundesbank») en Alemania, Banco de España, etc.

Dado que las leyes bancarias exigen a los bancos comerciales mantener

La moneda única quedará definitivamente instalada en el 2002

un porcentaje de los depósitos que se les confían bajo la forma de reservas, el resto de esos depósitos quedan disponibles para ser a su vez prestados-la esencia del negocio bancario. Esto

El mercado de dinero

En este caso, se tiene una oferta de dinero fija SS y una demanda DD . A una mayor tasa de interés, las familias y las empresas tratarán de colocar sus activos para captar esos intereses jugosos. Así que esto lleva a un descenso de la demanda de dinero para transacciones; los individuos y las empresas tienden a reducir sus saldos monetarios. Con una baja de la tasa de interés, por lo contrario, el costo de utilización del dinero será menor y la actividad económica se estimula. La intersección de las curvas de oferta y

demanda muestra el nivel de la tasa de interés de equilibrio. La cantidad de dinero en circulación es compatible con la demanda de dinero por parte del público.

Si el banco central decidiese restringir la cantidad de dinero en circulación-como medida antiinflacionaria, por ejemplo-, SS se desplazaría hacia la izquierda y el punto de intersección de ambas líneas hacia arriba. El efecto sería un incremento de la tasa de interés.

Hay que considerar que la demanda de dinero no es sólo función de la tasa de interés, sino también del nivel

quiere decir que por cada cantidad X depositada en un banco, existe esa cantidad registrada en la cuenta del ahorrista y una cantidad de dinero adicional en la cuenta de un prestatario. Por este proceso se ha «creado» una suma de dinero igual a el «X» original menos el porcentaje de reserva requerido por ley-el «encaje». Como este procedimiento se repite-las personas que recibieron el préstamo realizarán a su vez pagos a terceros, que volverán a realizar depósitos-se produce un efecto en cascada que lleva a la creación de una cantidad de dinero muy superior al depósito original. Esto es lo que se denomina «multiplicador de la oferta monetaria».

El análisis de los mercados monetarios se basa en las mismas premisas que las de cualquier mercado competitivo: lo que hace oscilar el precio de la moneda-tasa de cambio-son las fuerzas de la oferta y la demanda. La oferta está determinada por la cantidad de la moneda en cuestión disponible

Una de las palancas principales que disponen los bancos centrales para controlar la cantidad de dinero ofertada es la modificación de la exigencia legal de encajes para los bancos co-

merciales. En caso de quererse aumentar la masa de dinero en circulación, se baja este requisito; si se desea disminuirla, se aplica el proceso inverso. De acuerdo con estos requisitos de encaje, los bancos comerciales están en condiciones de ofrecer más o menos crédito, de acuerdo con el proceso «multiplicador» explicado en el párrafo anterior.

Otro procedimiento para controlar la oferta de dinero en poder de los bancos comerciales son las llamadas «operaciones de mercado abierto», mediante las cuales los bancos centrales compran o venden a aquellos obligaciones-papeles de deuda-estatales. Al comprar el banco central estos valores, se incrementa la cantidad de dinero disponible para los bancos comerciales, y la masa de dinero en circulación crece; si el banco central vende estas obligaciones, ocurre lo contrario.

Por último, los bancos comerciales pueden tomar dinero en préstamo del banco central, a una tasa de interés denominada de «redescuento». Cuando se decide endurecer la oferta monetaria, el banco central incrementa esta tasa, restringiendo de esta forma el volumen de crédito disponible para los bancos comerciales. Este instrumento tiene cierta importancia, no tanto por el volumen de operaciones, sino porque es el indicador más visible que existe sobre las intenciones de política monetaria del banco central.

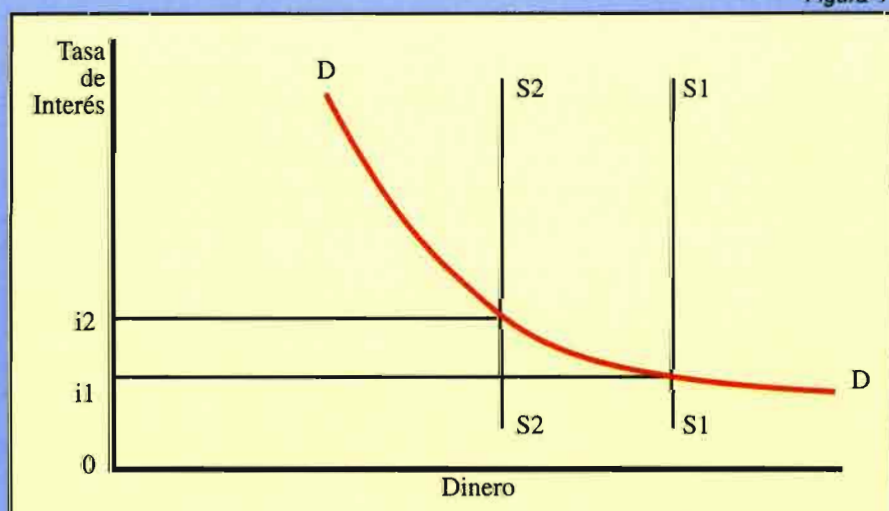
Una contracción de la oferta monetaria conduce a que el dinero se haga más escaso y, en consecuencia, más caro. La tasa de interés de merca-

do-que no debe ser confundida con la tasa de redescuento interbancaria explicada líneas arriba, aunque obviamente están vinculadas-subirá y se reducirá la cantidad de crédito que el público está dispuesto a tomar. La subida de los tipos de interés y la disminución del crédito disponible desanimará la realización de inversiones y de gasto de las familias. La actividad económica tiende a enlentecerse. Este es el procedimiento usual cuando la economía se ve amenazada de inflación. El actuar de forma inversa lleva a un descenso de los tipos de interés y a la aceleración de las actividades económicas.

Lamentablemente, el mantener la economía por carriles deseables, a medio camino entre inflación y recesión, utilizando estos instrumentos, no es nada sencillo. Por una parte, desde el momento en que se decide variar la masa monetaria hasta que se perciben los efectos de las medidas puede pasar más de un año. Se corre el riesgo que los efectos de un incremento de la masa monetaria, decidido hace catorce meses, se sientan cuando la economía ya esté entrando por sí sola en una fase inflacionaria, y lo que se logre sea agudizar los picos de la «montaña rusa». O, inversamente, aplicar los frenos en el momento que se entra en una fase recesiva, precipitando entonces una depresión con alto desempleo y paralización de los negocios.

La demanda de dinero está determinada por las necesidades del público para transacciones y como depósito de valor (demanda como activo). El nivel de la tasa de interés afecta tam-

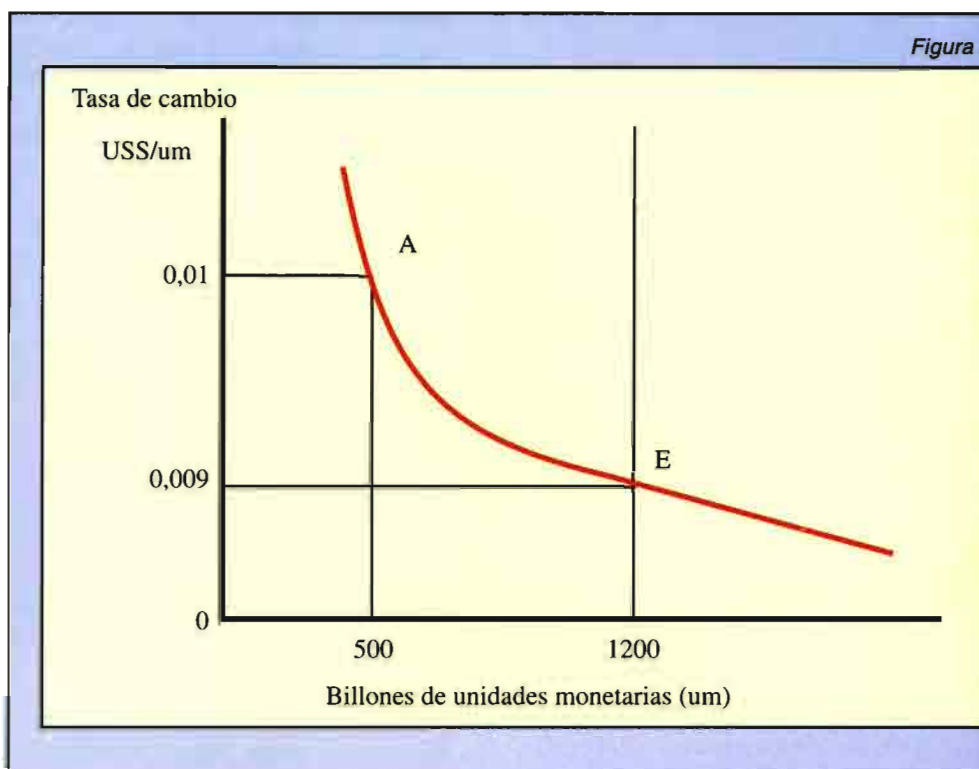
general de actividad de economía de un país. Si por choque externo-incremento del turismo, por ejemplo-el nivel de actividad económica se incrementa, la línea DE se desplazará hacia arriba y hacia la derecha. Frente a una masa monetaria incambiada, esto también llevaría a un incremento rápido de las tasas de interés, que el banco central podría contrabalancear aumentando la cantidad de dinero en circulación-desplazando SS también hacia la derecha. Esta operación se denomina «esterilización» y su objetivo es aislar la cantidad de dinero en circulación de los efectos de choques externos.



bién la demanda de dinero, la cual descende cuando aumenta aquélla. En este caso las familias y las empresas prefieren no gastar sus reservas financieras ni dejarlas ociosas, sino colocarlas en fondos que les rindan ese interés más alto. La figura 1 describe la interacción entre oferta y demanda de dinero.

Se puede comprobar entonces que la variación de la cantidad de dinero en circulación-esencia de la política monetaria-es un poderoso instrumento para controlar el nivel de actividad económica de un país. Por supuesto que el mantener un nivel de actividad conveniente está rodeado de dificultades infinitamente mayores que las descritas en este sencillo modelo; el objetivo del mismo es simplemente dar una idea general sobre esta relación cardinal de la economía.

Se decía líneas arriba que el valor de una moneda, como el de cual-



La capacidad de un estado de controlar el volumen de la masa de dinero es un resorte de política económica de enorme poder. No obstante, las interrelaciones entre el valor de la moneda y el desarrollo de las corrientes de intercambio afecta enormemente las relaciones con los socios comerciales a través de la alteración de los costos de producción de bienes y servicios

quier otra mercadería, depende de su abundancia o escasez. Este se mide de acuerdo con la cantidad de bienes que la moneda puede adquirir, incluyendo, por supuesto, la cantidad de moneda extranjera contra la cual se puede canjear una cantidad determinada de moneda doméstica. Esto nos lleva directamente a las implicaciones comerciales de la política monetaria de un país. Si las autoridades monetarias de ese país deciden incrementar la cantidad de dinero en circulación a los efectos de combatir una recesión, por ejemplo, el valor de su moneda expresado en términos de otras monedas

caerá. Los productos de ese país serán más baratos que los de otros países, pudiendo competir mejor en los mercados internacionales. Por lo menos mientras la inflación interna no vuelva a incrementar los costos de producción y a poner en consecuencia los precios nuevamente en línea.

La necesidad del comercio de divisas se origina en el intercambio internacional de bienes y servicios y en los movimientos de capitales. Si un residente de un país X desea importar mercaderías producidas en un país H, deberá obtener la moneda en la cual el exportador quiera ser pagado; que puede ser la moneda del país exportador mismo u otra de gran aceptación internacional, como es actualmente el dólar norteamericano. Cuando un turista extranjero, probablemente con «cheques viajero» denominados en dólares en su cartera, visita España, deberá agenciarse una buena cantidad de pesetas, realizando la operación inversa. Estos intercambios generan corrientes de oferta y demanda de moneda que repercuten en sus precios relativos. Más importante aún que el comercio hoy día son las inversiones internacionales en acciones y otros valores, que también requieren compra y venta de distintas divisas. Esto explica por qué, al producirse hace algunas semanas los derrumbes de las bolsas asiáticas, también aconteció lo mismo con las mone-



El euro cohabitará con el resto de las monedas de los países de la Unión Europea mientras el mecanismo de cambio esté vigente, es decir, a partir del 1 de enero de 1999.

Relación entre masa monetaria y tasa de cambio²

Si en un momento determinado tenemos la cantidad de una moneda en circulación equivalente a 500 billones, la tasa de cambio será de 0,01 dólar/unidades monetarias (o 100 u.m. /dólar). Si por cualquier causa se incrementa la cantidad de dinero en circulación hasta 1200 billones, el valor de la u.m. en relación al dólar caerá; la misma u.m. solo podrá comprar ahora 0,009 dólares (o, lo que es lo mismo, con un US\$ 1 se podrán obtener 110 u.m.).

El hecho que la tasa de cambio es sensible a la cantidad de dinero en circulación tiene implicancias serias para el comercio. Siguiendo con el ejemplo anterior, y llamando «peseta» a la unidad monetaria, se supone que una habitación en un hotel español cuesta 20.000 Pts. diarias. Para un turista

americano, en el momento anterior a la devaluación de la peseta (punto A), esto equivale a US\$ 200. Luego de la devaluación y mientras no se produzca inflación como consecuencia de la misma, la misma habitación habrá pasado a valer para él US\$181,80. Una verdadera ganga. Los precios de los paquetes turísticos españoles bajarán en términos de dólares y un número importante de viajeros decidirá pasar sus vacaciones en España en vez de hacerlo en Grecia, digamos. De la misma forma descenderán los precios de productos, dándole a los productores domésticos una ventaja frente a los extranjeros. De esta forma es fácil de ver por qué devaluaciones de las monedas de importantes socios comerciales conduce a fuertes conflictos de intereses; esta era la situación que

prevalecía en la Europa de los años previos a la Segunda Guerra Mundial, como ya se comentase líneas arriba, y que condujo a guerras comerciales y devaluaciones y contradevaluaciones entre los estados europeos. Si esta situación se repitiese, la Unión Europea no sería capaz de resistir las tensiones políticas que se producirían y se disolvería rápidamente. Por esta razón es que los países de la Unión tienen un fuerte interés en mantener las tasas de cambio estables; por supuesto la unión monetaria «fijará» esas tasas de cambio de una vez y para siempre.

Se puede comprobar entonces que la variación de la cantidad de dinero en circulación—esencia de la política monetaria—es un poderoso instrumento para controlar el nivel de actividad económica de un país.



oferta y escasa demanda de las monedas asiáticas éstas entraron también en tirabuzón.

El análisis de los mercados monetarios se basa en las mismas premisas que las de cualquier mercado competitivo: lo que hace oscilar el precio de la moneda-tasa de cambio-son las fuerzas de la oferta y la demanda

El análisis de los mercados monetarios se basa en las mismas premisas que las de cualquier mercado competitivo: lo que hace oscilar el precio de la moneda-tasa de cambio-son las fuerzas de la oferta y la demanda. La oferta está determinada por la cantidad de la moneda en cuestión disponible, una cantidad que se considera fija, por lo menos en este sencillo modelo (Fig. 2).

La capacidad de un estado de controlar el volumen de la masa de dinero, o sea de llevar adelante una política monetaria independiente, es un resorte de política económica de enorme poder. No obstante, las interrelaciones entre el valor de la moneda y el

desarrollo de las corrientes de intercambio afecta enormemente las relaciones con los socios comerciales a través de la alteración de los costos de producción de bienes y servicios. En los próximos meses un grupo de naciones europeas aún por determinar comenzará la última etapa de un proceso que culminará con la cesión de su soberanía monetaria a un banco central europeo con sede en Frankfurt am Main. Para la mayoría de los ciudadanos de Europa es esta una travesía en un mar brumoso hacia puertos desconocidos. En la siguiente parte de este artículo discutiremos, a la luz de los elementos presentados en el presente, algunos aspectos generales de los objetivos y peligros de ese viaje en el cual estamos a punto de embarcarnos.

¹ La hiperinflación alemana de comienzos de los años veinte es un ejemplo históricamente célebre. En diciembre de 1919 había unos 50 mil millones de marcos en circulación; cuatro años más tarde esa suma era de 496.585.345.900 mil millones (más o menos). El marco valía entonces una fracción infinitesimal de lo que había valido en 1919 y la clase media alemana estaba destruída, junto con sus ahorros. Millones de desclasados, víctimas de la inflación, fueron quienes llevaron a Hitler al poder diez años más tarde. No es entonces sorprendente que el mandato cardinal que la legislación da al Banco Federal alemán (Bundesbank) es el de defender la estabilidad del marco.

² Las cantidades indicadas son exclusivamente a título ilustrativo.