

## **TEMA 3: El camino hacia la Unión Monetaria.**

**3.1 La perspectiva histórica: de Bretton Woods a la UM**

**3.2 El Plan Delors y la justificación del tipo de Unión Monetaria: el TUE.**

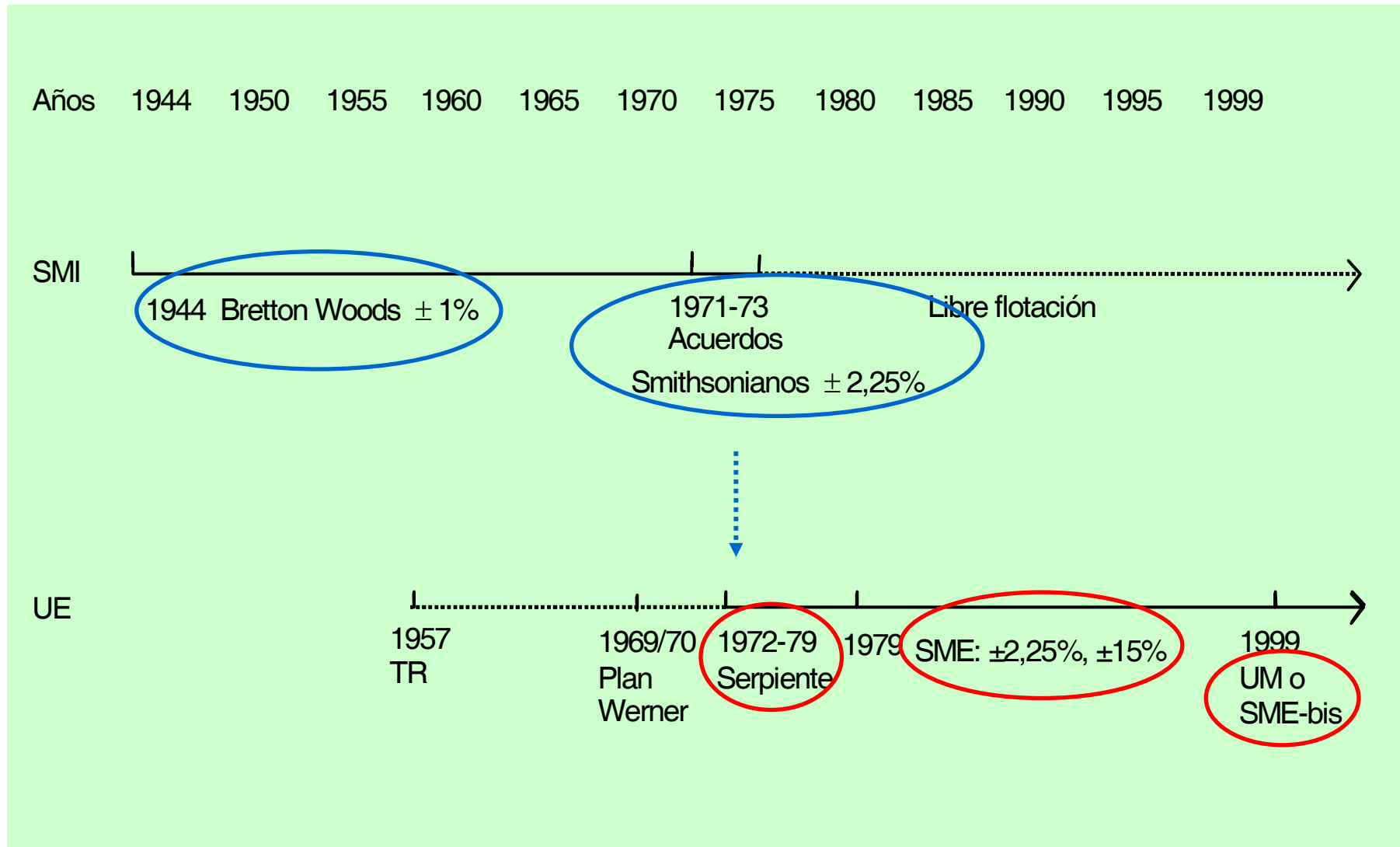
**3.3 De la teoría a los hechos de las UM incompletas: la crisis 1992/93 del Sistema Monetario Europeo (SME)**

**3.4 Régimen cambiario de las monedas de los ee.mm. en la actualidad.**

**UM FUERTE vs  
INCOMPLETA (DÉBIL)**

**PROBLEMAS DE LAS  
UM DÉBILES**

### 3.1 La perspectiva histórica: de Bretton Woods a la UM



Variabilidad SMI Bretton Woods :

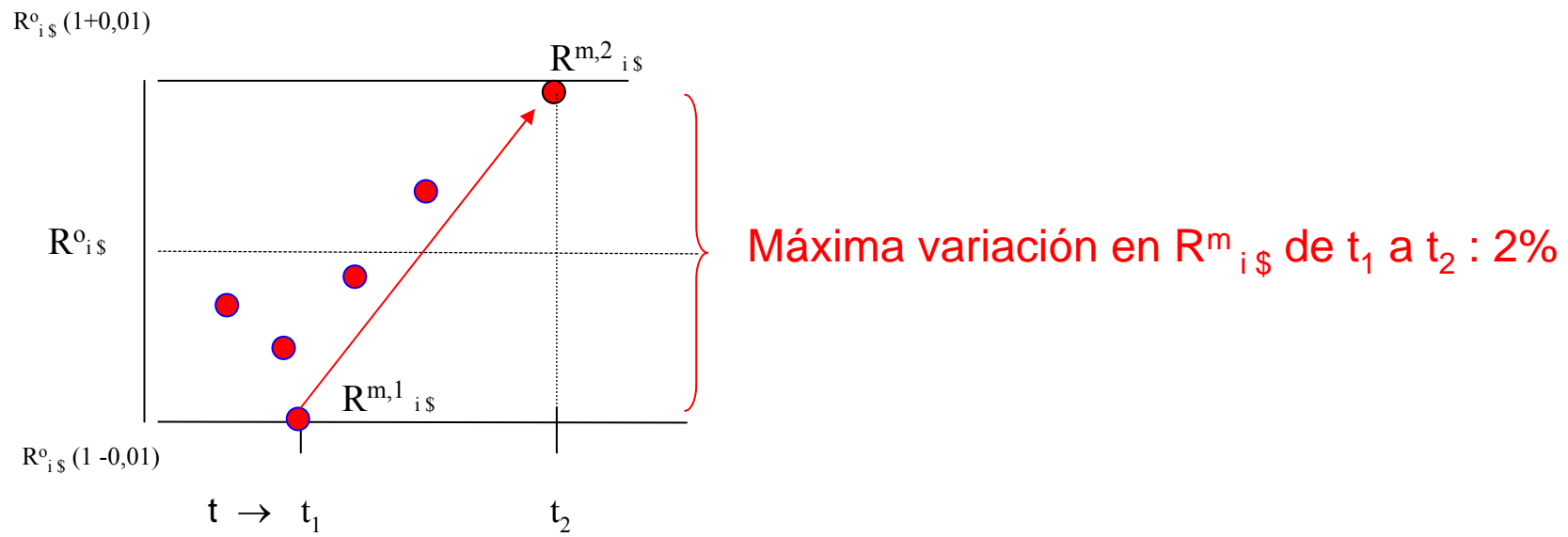
**±1%**

**Divisa (i) / Dólar:**

si  $R^m_{i\$} = R^o_{i\$} (1 + \alpha)$ ,  $\alpha$  tanto por uno aprec(-)/deprec(+) i s/\$

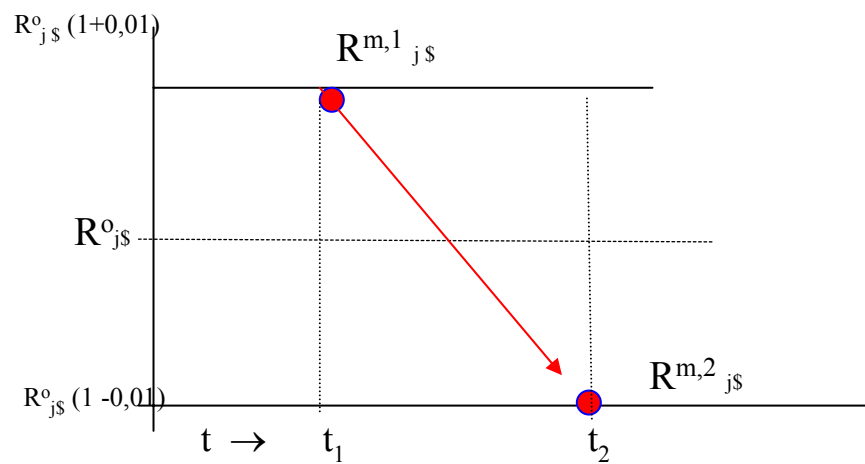
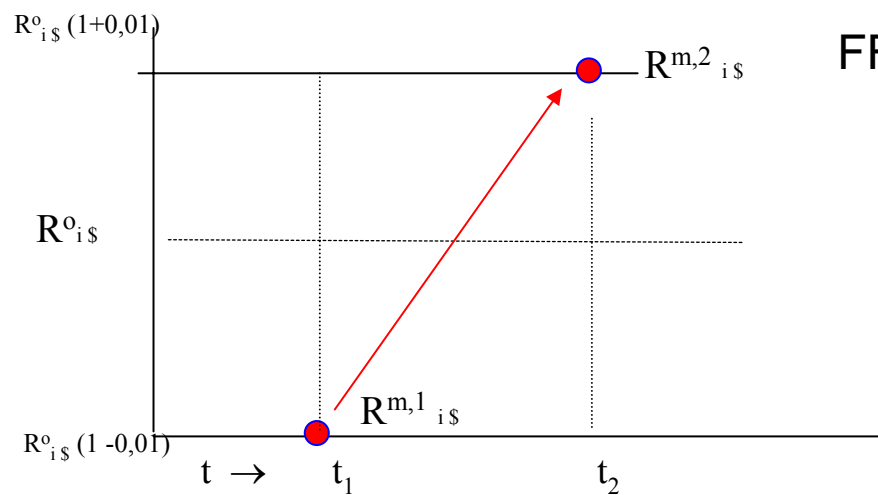
$$R^o_{i\$} (1 - 0,01) < R^m_{i\$} < R^o_{i\$} (1 + 0,01)$$

## Gráficamente:



# Variabilidad Divisa / Divisa: $R^m_{ij}$ (de $t_1$ a $t_2$ )

$\uparrow$   $\uparrow$   
 FF DM



### GAC 3.1: Variabilidad tipos de cambio bilaterales (i, j ≠ \$)

Si  $R_{ij}^o = \frac{R_{i\$}^o}{R_{j\$}^o}$  y sabiendo que el arbitraje funciona (  $R_{ij}^m = \frac{R_{i\$}^m}{R_{j\$}^m}$  ) en los mercados cambiarios, entonces:

- 1) ¿Cuál es el valor de  $R_{ij}^{m,1}$ ? (la expresión en términos de  $R^o$ -s)
- 2) ¿Y de  $R_{ij}^{m,2}$  ? (la expresión en términos de  $R^o$ -s)
- 3) Y ¿cuál es el movimiento máximo para el tipo de cambio bilateral entre dos divisas distintas del \$? (de  $t_1$  a  $t_2$  )
- 4) Esa variabilidad máxima de Bretton Woods ¿se mantiene para los Acuerdos Smithsonianos?
- 5) ¿Por qué esa variabilidad era importante para la UE?

[solución](#)

**TE MONETARIA EUROPEA**

CONTROL  
VARIABILIDAD  
CAMBIARIA

**SISTEMA MONETARIO EUROPEO**

UNIÓN  
MONETARIA

Plan Delors



### 3.2 El Plan Delors (1989) y la justificación del tipo de Unión Monetaria del TUE.

Informe de la Comisión Delors para la Unión Económica y Monetaria,  
resultado del mandato del AUE.

#### Unión Monetaria fuerte:

- liberalización movimientos de K.
  - supresión mg. fluctuación SME; fijación tipos de cambio y paso a moneda única con...
- política monetaria común y aut.monetaria supranac. (SEBC)**

Pregunta: ¿existía otra posibilidad?, ¿otro tipo de unión monetaria?, ¿cómo es?

**¿Por qué en el Plan Delors se plantea que la política monetaria será común y que existirá una autoridad monetaria supranacional?, ¿no es suficiente la fijación de los tipos de cambio y la libre movilidad de capitales?**

=> Críticas por la cesión de soberanía nacional  
(aumentaba la probabilidad de rechazo del proyecto)

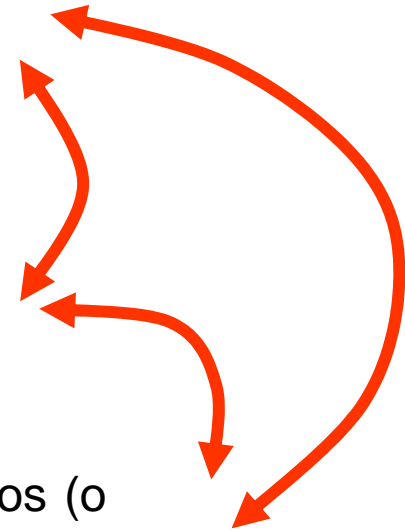


\* Respuesta relacionada con:

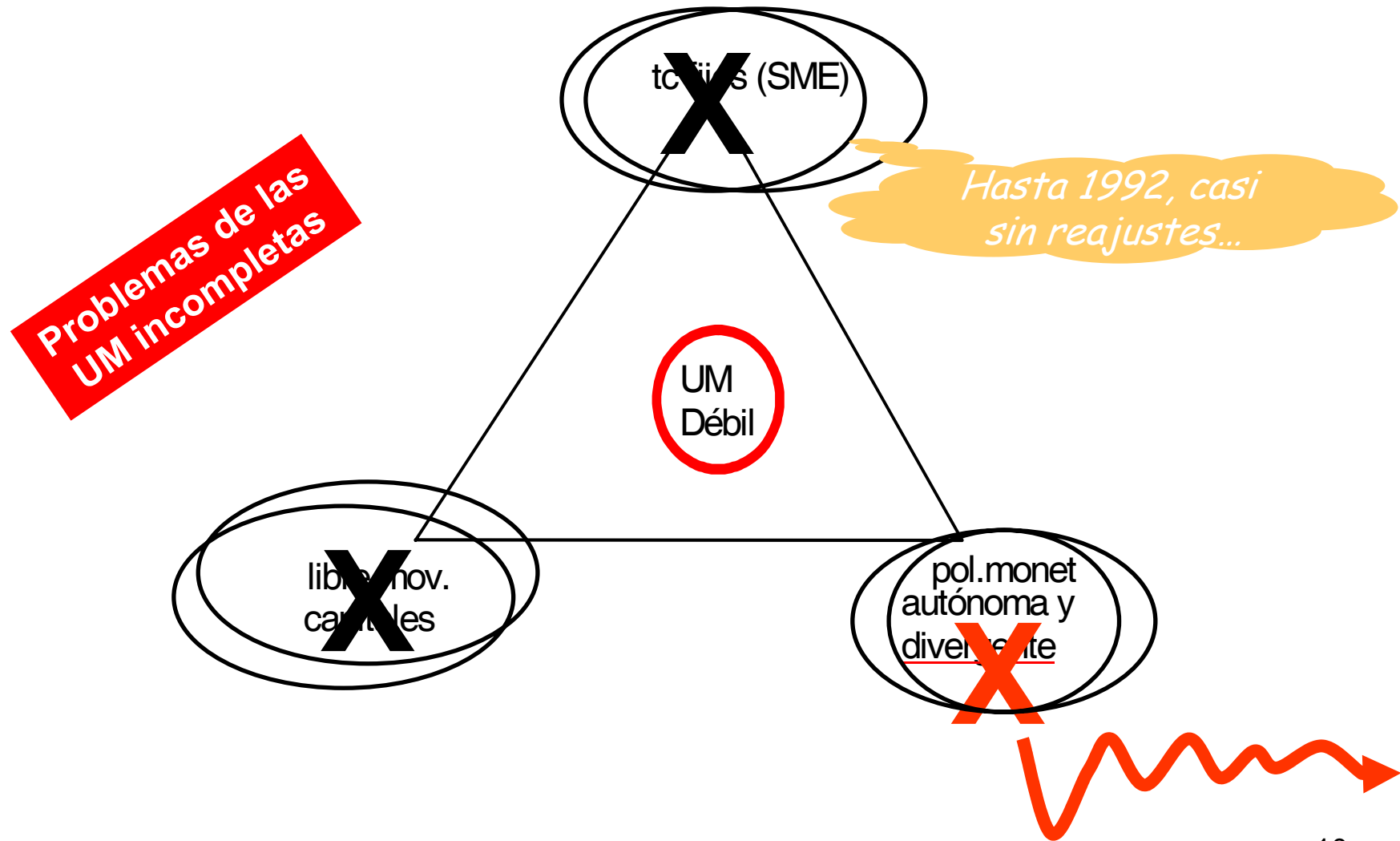
. los problemas derivados del funcionamiento del SME y sus asimetrías,...

. ...el liderazgo de la pol.monetaria alemana y...

. ...la *próxima* desaparición de los controles de cambios (o controles a los movimientos de capital) y de las bandas de fluctuación del SME.



\* **Triángulo inconsistente:** T.Padoa-Schioppa }  
P.De Grauwe } 1988



“Opciones” para la armonización/coordinación de la política monetaria:

a) "coordinación" espontánea:

**Proposición de los n-1 países** (liderazgo de un país en la UM) =>  
Problema en la 1ª etapa: corta y rápido.

b) coordinación institucional:

sin autoridad supranacional (PI Delors: acuerdos ECOFIN)  
=> 2ª etapa.

con autoridad supranacional (PI Delors: p.m. común: SEBC)  
=> 3ª etapa.

Si no existe coordinación institucional de las políticas monetarias, la "coordinación" espontánea implica que habrá un país líder que:

- . es seleccionado por los mercados
- . establece de forma autónoma su política monetaria
- . siguen automáticamente todos los demás países en su pm para mantener el compromiso cambiario



### GAC 3.2: Transmisión de la pm a través del compromiso SME:

La proposición de los “n-1 países” o de los “n-1 tipos de cambio” se resume en que un país, el líder, establece su política monetaria de forma autónoma y que el compromiso de tipos de cambio que supone el Sistema Monetario Europeo, obliga al resto de países a seguir la pm del líder para cumplir con la promesa de tipos de cambio.

Teniendo en cuenta que el compromiso cambiario básico del SME consistía en que :

$$R^o_{ij} (1-0,0225) < R^m_{ij} < R^o_{ij} (1+0,0225)$$

- 1) ¿Cómo influye la libre movilidad de capitales sobre el mercado cambiario?
- 2) ¿Cómo se transmite la política monetaria del líder al exterior? ¿a través de qué mecanismo/mercado?
- 3) ¿Qué provoca el líder sobre el resto de monedas cuando establece una política monetaria restrictiva?
- 4) ¿Cuál era el compromiso del SME?
- 5) Si el resto de países no tenía otra alternativa (reservas de divisas) ¿qué podían hacer con su política monetaria para cumplir el compromiso del SME?
- 6) A partir de las preguntas anteriores, ¿podrías plantear un esquema de funcionamiento e interacciones entre política monetaria, libre movilidad de capitales y SME?

[solución](#)

No sólo el líder traslada su impulso de pm al resto de países, también fija los ti mínimos de los demás:

En general, para los tipos de interés nominales ( $ti^N$ ):

. país líder (L) dada su  $\pi_L$ , fija su  $ti^N_L$

. resto de países (r) con inflación  $\pi_r$ , el tipo de interés nominal:

$$ti^N_r = ti^N_L + \underbrace{(\pi_r - \pi_L)}_{\text{"dif.}\pi"}$$

Donde:

si  $\pi_r > \pi_L$   
"dif  $\pi$ " =  $\pi_r - \pi_L > 0$

$\Rightarrow ti^N_r > ti^N_L$

pero si  $\pi_r < \pi_L$

"dif.  $\pi$ " = 0

$\Rightarrow ti^N_r = ti^N_L$

Coordinación espontánea (mercados)

~~paridad de tipos de interés~~

$\pi_r - \pi_L < 0$   
 $\Rightarrow ti^N_r < ti^N_L$

Por tanto, la "coordinación" espontánea:  $ti^N_r \geq ti^N_L$

En cuanto a los tipos de interés reales ( $ti^R$ ):

. en el país líder:  $ti^R_L = ti^N_L - \pi_L$

. en el resto:  $ti^R_r = ti^N_r - \pi_r = ti^N_L + \underbrace{(\pi_r - \pi_L)}_{\text{"dif.}\pi"} - \pi_r$

de antes,  $ti^N_r = ti^N_L + (\pi_r - \pi_L)$

Donde:

si  $\pi_r > \pi_L$   
 "dif  $\pi$ " =  $\pi_r - \pi_L > 0$

$ti^R_r = ti^N_L + (\cancel{\pi_r} - \pi_L) - \cancel{\pi_r}$   
 $\Rightarrow ti^R_r = ti^R_L$

pero si  $\pi_r < \pi_L$

"dif.  $\pi$ " = 0

~~$ti^R_r = ti^N_L + (\pi_r - \pi_L) - \pi_r + \pi_L - \pi_L$~~

$ti^R_r = ti^R_L + \underbrace{(\pi_L - \pi_r)}_{> 0}$

$\Rightarrow ti^R_r > ti^R_L$

**Coordinación espontánea (mercados)**

~~paridad de tipos de interés~~

$\pi_r - \pi_L < 0$   
 $\Rightarrow ti^R_r < ti^R_L$

Por tanto, la "coordinación" espontánea:  $ti^R_r \geq ti^R_L$

(los mercados no están dispuestos a admitir  $ti_r < ti_L$ ; en otro caso "atacarán" a las monedas "r") 14

**\* ¿Cuándo aparecen los problemas en una UM débil o incompleta?**

Aunque haya un país líder que fija la p.m. de la unión (asimetría en la UM débil) los problemas sólo aparecen cuando los ti nominales del país líder suponen ti reales excesivamente elevados para el resto.  
(asincronía en el ciclo económico)

**GAC 3.3: Practicando la asimetría del SME y la asincronía del ciclo económico. El problema de las UM débiles o incompletas.**

Desde su creación en 1979, el SME no ha funcionado siempre siguiendo el mismo patrón. De hecho, antes de 1987 era muy frecuente que los gobiernos solicitaran reajustes de las paridades centrales ( $R_{ij}^0$ ) ante pérdidas de competitividad sin que por ello se incurriera en una pérdida de prestigio (“ese gobierno no sabe llevar su economía y por eso tiene que devaluar frecuentemente”). Sin embargo, desde 1987 los países SME van a comportarse de forma diferente. Se van a esforzar por mantener los tipos de cambio centrales del SME por encima de todo, lo que conseguirán básicamente a través admitir y trasladar a su economía todos los movimientos de la política monetaria del líder (Alemania).

Durante la etapa del denominado SME Duro, más o menos de 1987 a 1990, esta actuación no supondrá graves problemas. El país líder, Alemania, muestra muy buen comportamiento económico: crecimiento y una inflación por debajo de la del resto. Es, por tanto, un *buen país líder* cuya política monetaria de frecuente signo restrictivo repercute favorablemente en el resto ayudándoles a contener sus inflaciones más elevadas y sin imponerles, por otra parte, tipos de interés reales excesivos.

Sin embargo, a partir de la reunificación de Alemania en 1990, las cosas empiezan a cambiar. La inflación alemana remonta y Alemania responde con fuertes contracciones en política monetaria. La inflación en muchos del resto de países SME se encuentra por debajo de la alemana y están entrando en recesión económica, pero los mercados continúan manteniendo a Alemania como país líder. Esto significa que los ti nominales alemanes se van a convertir en los ti nominales mínimos para el resto de países SME.

- 1) Suponed que en la etapa del SME Duro (1987-90) en la que existe sincronía en el ciclo económico (los países tienen similares problemas económicos y, por tanto, similares *necesidades* de políticas económicas), los datos medios son los siguientes:  $\pi_A = 1\%$  ,  $ti^N_A = 3\%$  y  $\pi_r = 2\%$ .

¿Cuál es el ti nominal para el resto de países?

¿Cuáles son los ti reales en Alemania y en el resto de países?



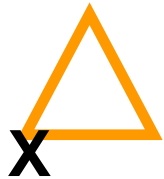
2) Si a partir de 1990, comienza a producirse asincronía en el ciclo económico pero Alemania se sigue manteniendo como país líder y los datos medios 1990-92 son los siguientes:  $\pi_A = 5\%$  ,  $ti_A^N = 7\%$  y  $\pi_r = 1\%$ .  
¿Cuál es el  $ti$  nominal para el resto de países?  
¿Cuáles son los  $ti$  reales en Alemania y en el resto de países?

3) ¿Por qué cuando hay asincronía en el ciclo económico entre el líder y el resto de países pueden aparecer problemas en las UM incompletas?

solución

**De todo lo dicho, *un poco menos*:**

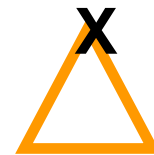
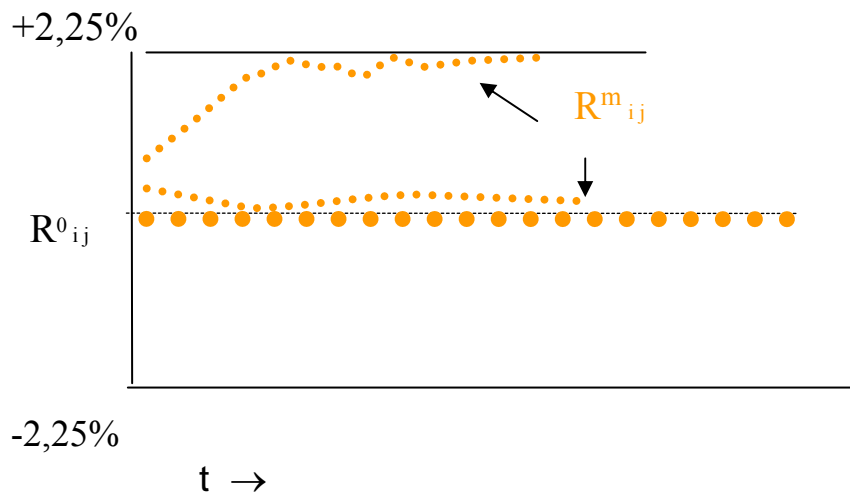
• **Papel de los controles a los movimientos de capital:**



- . aminoran la traslación de los impulsos de la pol.monetaria alemana.
- . proporcionan un pequeño margen de maniobra para la pol.monetaria resto países.
- . retrasan y reducen la magnitud de los reajustes oficiales de paridades (ROP).

⇒ **Problema:** los controles debían desaparecer desde 1 de julio 1990 en virtud de la UEM.

. **Papel de las (pequeñas) bandas de fluctuación:**



⇒ **Problema:** las bandas también debían desaparecer.

**CONCLUSIÓN:** Plan Delors considera que la liberalización de los mov.K y la fijación de los tc => incrementan el efecto asimetría del SME sobre la política monetaria => más necesidad de consenso, por tanto, mejor coordinar institucionalmente las pol.monetarias (éxito del proceso)

### 3.3 De la teoría a los hechos de las **UM incompletas**: la crisis 1992/93 del Sistema Monetario Europeo (SME)

¿Cómo actúa un operador (*broker*) en el mercado cambiario para forzar un reajuste de paridades centrales (ROP) en el SME?

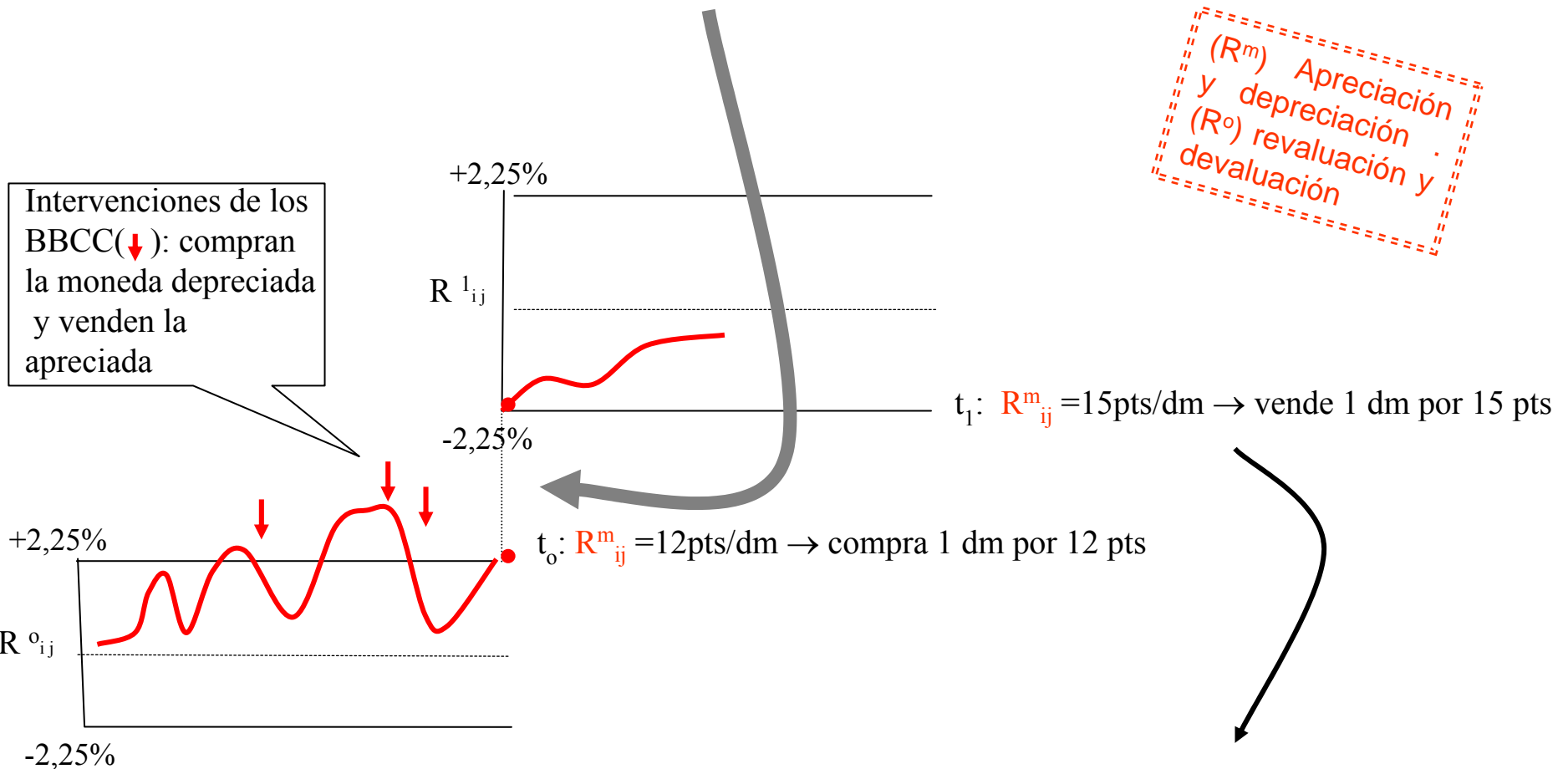
Objetivo:

no “reconducir el tipo de cambio al equilibrio” sino enriquecerse .

Acción:

si considera que hay motivo (causa real económica, rumor, anuncio oficial...) para un reajuste, el especulador toma posiciones y, con ello, fuerza al reajuste oficial de paridades.

Gráficamente, lo que busca un operador al atacar un sistema de cambios fijos es un “gran” ROP :



*(R<sup>m</sup>)* Apreciación y depreciación  
*(R<sup>o</sup>)* revaluación y devaluación

**¡¡gana 3 pts. por dm**

Capacidad BBCC:  $\Sigma$  reservas de divisas BBCC mundo superan en un 15% al volumen de negocio en un solo día en los mercados cambiarios

### GAC 3.4: Los operadores en los mercados cambiarios

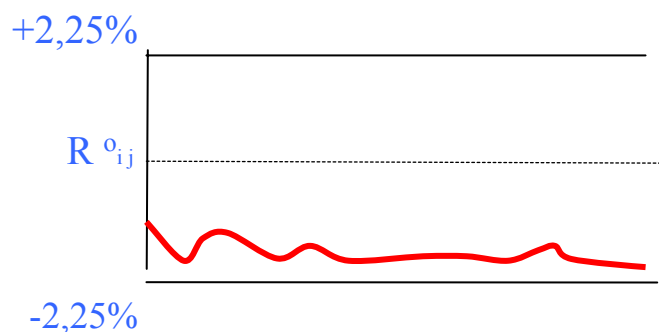
1) ¿Por qué no se atacan monedas como la *kwanza* de Angola, el *ngultrum* de Bután, el *riel* de Camboya o el *birr* de Etiopía? ¿Pensáis que a un operador le “da igual” la moneda débil que va a atacar en el mercado cambiario –que sea, por ejemplo, el franco francés o la peseta española frente a las monedas anteriores-?, ¿por qué?

2) ¿Es posible que en un sistema como el SME Duro las monedas correspondientes a economías más débiles y más inflacionistas que la alemana se colocaran en la parte inferior de la banda de fluctuación bilateral?

Si lo es, ¿cómo es posible?

i = peseta, lira (moneda débil)

j = dm (moneda fuerte)



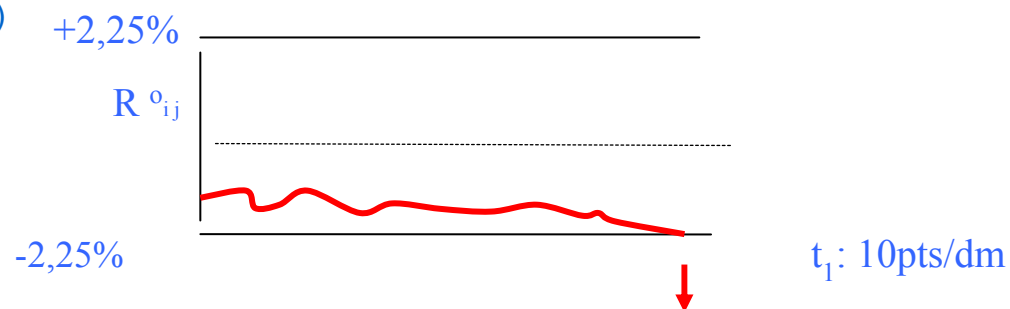
3) Establece un valor como ejemplo si se revaluara el tipo de cambio central bilateral entre la peseta y el dm ( $R^0_{pta, dm} = 10 \text{ pts/dm}$ )

4) Calcula a qué precio en dm se colocaría una exportación de un producto español:

t	Precio <sub>pts</sub>	T cbio = pts/dm	Precio <sub>dm</sub>
$t_1$	10	10	
$t_2$	15	5	ii
$t_3$	15	20	

5) ¿Y por qué los operadores no forzaron una revaluación (reajuste oficial) cuando la moneda de la economía más débil (i = pta o lira) se encontraba en la parte baja de las bandas bilaterales como sucedía inmediatamente antes de la crisis del SME 1992-93 (SME duro)?

i = peseta (moneda débil)  
j = dm (moneda fuerte)



solución

- **Los ataques al SME:**

“No” Danes (junio 92): aparecen las **posibilidades de reajustes en las paridades centrales ( $R^0_{ij}$ )**  
=> los operadores “atacan”

- . **En parte ataques *clásicos*, como sucedía en el SME Blando (antes de 1987):**

Para las monedas con pérdidas acumuladas de competitividad: lira y pta (i):

\* ventas masivas de liras y pesetas =>  
se busca la devaluación de  $R^0_{ij}$

. La *novedad* de la crisis del SME Duro: el problema de las UM incompletas

¿Pq? Asimetría ciclo económico que conduce al dilema de política económica  
(ff., fb., flh., cor.dan, l.irl. vs. dm)

Reunif.Alemania nov.1989:

Shock asimétrico →  $\Delta$  infl. Alem. → pm restrictiva  
pp.líder → elevados ti reales resto pp. recesión

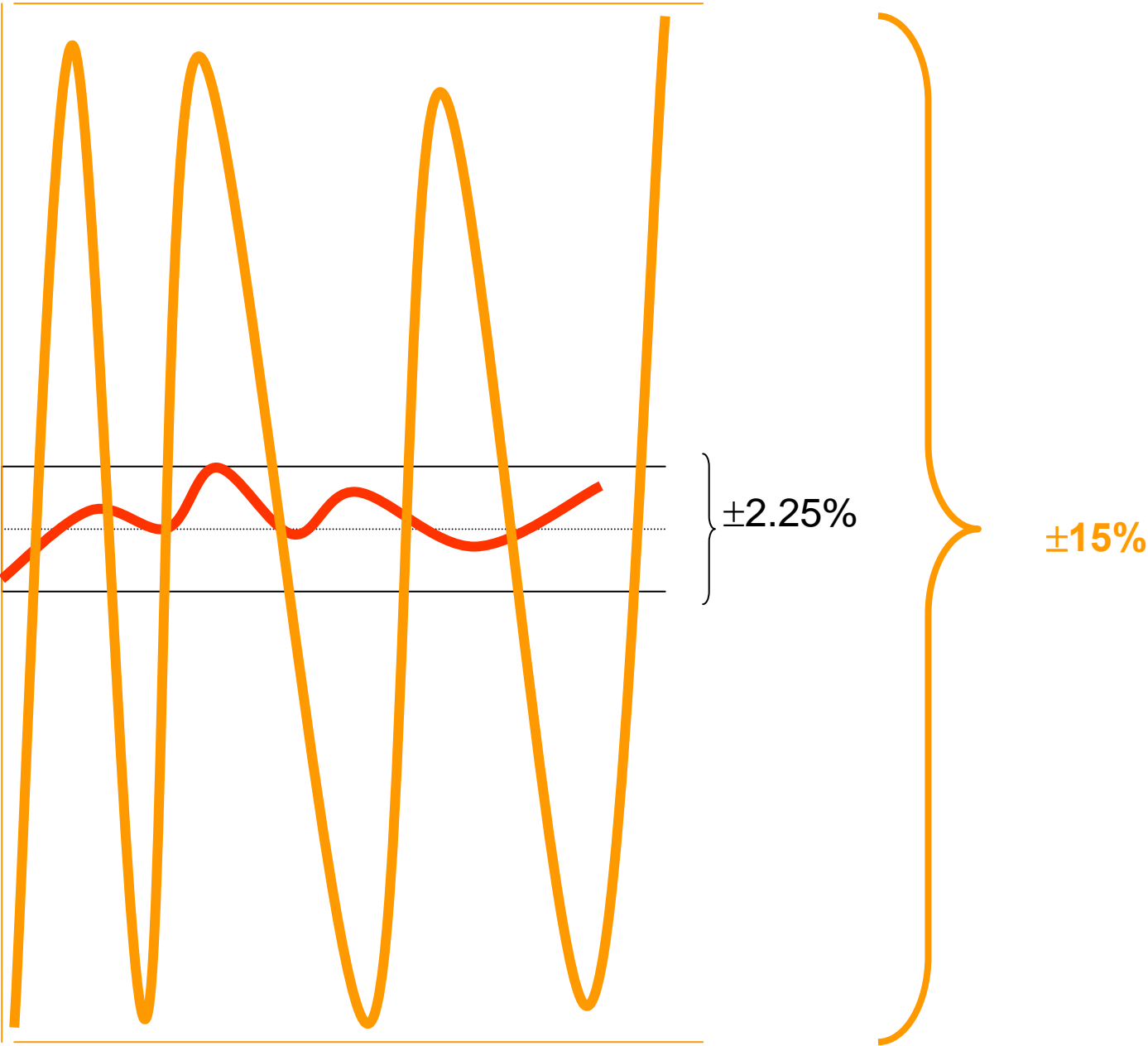
Ventas masivas de ff., fb., flh., cor.dan, l.irl.: los operadores consideran que estos países no pueden continuar siguiendo la pm del líder (restrictiva en contexto doméstico de recesión y sin inflación) y que lo más probable es que rompan el compromiso cambiario: devalúen el  $R_{ij}^0$

==>> **Conclusión crisis:** no ROP-s sino inesperada ampliación bandas bilaterales:

**SME reformado:  $\pm 15\%$**   
(agosto 93- enero 99)



SME  
reformado  
1993



### **3.4 Régimen cambiario de las monedas de los ee.mm. en la actualidad:**

- a) Flotación libre: Suecia (septiembre 2003: referéndum NO a la UM) y Reino Unido (declaraciones “no pero sí”) + pp. sexta ampliación y algunos de la quinta
- b) Unión monetaria (15): Alemania, Francia, Italia, España, Portugal, Holanda, Bélgica, Luxemburgo, Finlandia, Irlanda, Austria, Grecia, Eslovenia (enero 2007), Chipre y Malta (enero 2008), Eslovaquia (enero 2009).
- c) SME-bis ó MTC-2 (enero 1999): Dinamarca + algunos pp. quinta ampliación

#### **Objetivos SME-bis:**

- . Salvaguardar buen funcionamiento del Mercado Único evitando distorsiones en el tc euro/divisa no UM ← **devaluaciones competitivas o similares.**
- . Para los ee.mm. que no cumplieron las cc y las futuras incorporaciones.

#### **Características:**

- . Voluntario + Tc central Div/Euro con bandas ± 15% o menores
- . Compromiso de intervenir BCN y BCE con un límite: la estabilidad de precios.
- . Planes de convergencia individuales (ECOFIN) → garantía de estabilidad macroeconómica.
- . Realineamientos a solicitud BCE y/o BCN

Tipos de cambio centrales en el MTC-2:

<b>País (moneda nacional)</b>	<b>Tipo central (mn/€)</b>	<b>Margen de fluctuación</b>
Dinamarca (corona)	7,46038	+/- 2,25%
Estonia (corona)	15,6466	+/- 15 %
Letonia (lats)	0,702804	+/- 15 %
Lituania (litas)	3,4528	+/- 15 %

**FIN**