


PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO



LAS
ENTIDADES
FINANCIERAS
ANTE
LA UNION
ECONOMICA Y
MONETARIA



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Con tal finalidad, los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestros SUPLEMENTOS logren el propósito que con ellos pretendemos.

* * *

P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.

Teléfonos: 250 44 00/02

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Suplementos sobre el Sistema Financiero

37

1992

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA <i>(Presidente)</i>	DIEGO FUENTES TALAVERA
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA <i>(Presidente de honor de la CECA)</i>	JUAN CARLOS LOIDI ARREGUI
MARIANO NAVARRO RUBIO <i>(Presidente de honor de la Fundación FIES)</i>	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	FERNANDO MODREGO VITORIA
LUIS CORONEL DE PALMA	JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
FRANCISCO FERNANDEZ JARDON	MARTIN OLLER SOLER
	GERMAN PEREZ OLLAURI
	CARLOS SISTIAGA COARASA
	AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA <i>(Director)</i>	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES <i>(Redactor-Jefe)</i>
XABIER ALKORTA ANDONEGUI	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	ANTONIO OTERINO DIEGO
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	MATEO RUIZ ORIOL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA	JOAN TORRES PICAMAL
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	EMILIO TORTOSA COSME
CARLOS EGEA KRAUEL	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE GARCIA LOPEZ	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO	DIEGO VEGA LA ROCHE
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Portada

Bravo-Lofish

Diagramación

José Luis Alvarez Duque

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

Imprime

Artes Gráficas Benzal, S. A.
Virtudes, 7. 28010 Madrid

Depósito legal: M. 402.—1980
ISSN: 02 12-5994

SUMARIO

- Introducción. **5**
- La Economía Navarra durante 1991. *José Javier Pomés Ruiz*. **8**
- La UEM: retos, condiciones y estado del proyecto. *Jean-François Pons*. **11**
- ¿Cuáles son los objetivos de la política monetaria en el marco de la unificación europea? *Jean-Claude Chouraqui*. **22**
- Repercusiones internacionales de una Unión Monetaria Europea. *Richard N. Cooper*. **29**
- La economía alemana dentro del ámbito de la CE y el camino hacia la UEM. *Helmut Schlesinger*. **38**
- La política monetaria en el nuevo marco europeo. *José Luis Malo de Molina*. **44**
- La política monetaria en el nuevo marco europeo. *Luis Rodríguez Saiz y Jesús Paúl Gutiérrez*. **52**
- La política monetaria ante el nuevo marco comunitario. *Antonio López López*. **66**
- Algunas reflexiones sobre el sistema de pagos. *Gonzalo Gil*. **74**
- Los mercados internacionales de capitales y el nuevo marco legal. *Jean M. Kertudo*. **87**
- Mercado bursátil europeo: entre la competencia y la colaboración. *Raimundo Ortega*. **99**
- Adaptación de las instituciones financieras al nuevo marco europeo: riesgos y oportunidades. *Rosa-María Gelpí*. **109**
- Perspectivas de la evolución económica española ante la integración europea. *Enrique Fuentes Quintana*. **120**
- La Unión Económica y Monetaria desde la perspectiva española. *Pedro Pérez Fernández*. **133**
- Clausura de las X Sesiones de Trabajo de Tesorería. *Juan Cruz Alli Aranguren*. **138**
- Lista de asistentes a las X Sesiones de Trabajo de Tesorería. **141**

INTRODUCCION

UNA DECADA DE SESIONES DE TRABAJO DE TESORERIA

Hace ya diez años que la Caja de Ahorros de Navarra y la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas decidieron aunar sus esfuerzos para programar periódicamente el encuentro de los responsables de los departamentos de Tesorería de las principales instituciones financieras españolas, con objeto de que tuvieran ocasión de hacerse partícipes de sus preocupaciones comunes, definiendo sus principales problemas y elaborando los correspondientes estudios y análisis, con cuya ayuda alcanzar posibles soluciones.

Esa reunión viene teniendo lugar, puntualmente, a mediados del mes de noviembre de cada año y, por su parte, *Suplementos sobre el Sistema Financiero* difunde las ponencias presentadas a las Sesiones de Trabajo y el contenido de sus debates y conclusiones, con el fin de lograr un conocimiento público exacto de las ideas y propuestas que constituyen los mensajes principales de cada una de estas Sesiones.

Diez años de «Sesiones de Trabajo de Tesorería», con la fiel asistencia de quienes nos acompañan con asiduidad y nos hacen llegar su crítica y sus opiniones respecto de los temas que han de ser abordados y las cuestiones que, en cada momento, suscitan su interés, exigían un esfuerzo especial por parte de las entidades organizadoras, tratando de que los ponentes que habían de intervenir en 1991 fueran no sólo, como ya es habitual, destacados especialistas españoles, conocedores excelentes de la realidad de nuestro país, sino también auténticas personalidades financieras mundiales. La ayuda prestada para ello por la Fondation International des Sciences Humaines ha sido inestimable. También ha de dejarse constancia del agradecimiento debido a quienes actuaron como

moderadores de los debates que siguieron a las exposiciones de los ponentes: **Rosa Rodríguez Moreno**, Secretaria General Técnica del Ministerio de Economía y Hacienda, y **Juan E. Irazo**, Catedrático de Economía Aplicada, hicieron gala de su conocimiento de los temas debatidos, ordenando e incentivando los coloquios que se generaron en los dos días que duraron las sesiones.

LA UNION MONETARIA COMO ELEMENTO DE LA CONSTRUCCION EUROPEA

Como se ha indicado, las «Sesiones» tuvieron lugar a mediados de noviembre. Los días 10 y 11 de diciembre se celebraba en Maastricht la «cumbre» de jefes de Estado y de gobierno —reunión del Consejo Europeo— en la que se adoptaron importantes decisiones en relación con muchas de las cuestiones que fueron objeto de debate en las «Sesiones», mediante la modificación o la adición de normas al Tratado de Roma, así como varios protocolos (sobre el Estatuto del Instituto Monetario Europeo y sobre la cohesión económica y social, por ejemplo).

La pretensión de las «Sesiones» de 1991 ha sido, en este marco, brindar la mejor información que permitiera conocer y valorar el sentido de las decisiones que iban a ser debatidas y adoptadas unos días más tarde. De ahí que el primer bloque de cuestiones fuera el relativo a la unión económica y monetaria.

En este sentido, el trabajo de **Jean-François Pons** responde a tres preguntas básicas: 1) ¿Está justificada la unión económica y monetaria? 2) ¿Es factible en un futuro próximo? y 3) ¿Cómo se desarrolla el proyecto? Las decisiones adoptadas en Maastricht (pendientes de ratificación por los parlamentos nacionales y de un referéndum en Dina-

marca) son respuesta suficiente: creación, para 1994, del Instituto Monetario Europeo, que se liquidará en el momento en que se constituya el Banco Central Europeo y el Sistema Europeo de Bancos Centrales, y paso a la moneda única en enero de 1999, si esta etapa no hubiera comenzado ya en un momento anterior.

Resulta evidente que una de las primeras manifestaciones de la implantación de la unión económica y monetaria es el incremento de la coordinación de las políticas monetarias de los países miembros, lo que plantea el problema, analizado por **Jean Claude Chouraqui**, de la formulación de la política monetaria: ¿Deben las autoridades monetarias centrarse colectivamente en alcanzar unos objetivos públicos cualesquiera, como ocurre en ciertos países de la Comunidad? En caso afirmativo, ¿qué variables se seleccionarían como objetivos y de acuerdo con qué criterios? y ¿cómo garantizar la correlación entre los diversos objetivos nacionales?

Pero, además, la consecución de la unión monetaria europea ha de tener significativas repercusiones fuera de Europa, en el más amplio campo de la economía internacional. **Richard N. Cooper** muestra su extrañeza ante el silencio que los responsables comunitarios mantienen en este punto, planteando dos hipótesis ante esta omisión. O bien los europeos se encuentran absolutamente absortos en sus asuntos internos, suficientemente complejos como para añadir la preocupación adicional que supone la contemplación del resto del mundo, o bien se considera que la unión monetaria europea no tendrá repercusiones dignas de mención sobre el resto del mundo. En su opinión, una combinación de ambas hipótesis explicaría el fenómeno, al menos una vez que la unión monetaria se encuentre plenamente establecida.

Alemania ha sido, y es, el país situado en cabeza del movimiento europeo. Sus acontecimientos políticos internos —su proceso de reunificación— y las consecuencias de los mismos —la reciente aceleración de su inflación y sus esfuerzos por controlar su tasa de crecimiento— hacían extraordinariamente útil contar con la presencia de un personaje tan significado como **Helmut Schlesinger**, Presidente del Deutsche Bundesbank, para conocer directamente su versión de los hechos. En su intervención —que ahora se publica— mostró el decidido propósito de reconducir el déficit público provocado por la absorción de la Alemania Oriental a un nivel justificable y, siguiendo la tradición germánica, conseguir la estabilidad de los precios impidiendo que el índice se eleve en más del 2 por

100. La posterior subida de los tipos de interés alemanes refrendó claramente sus palabras.

LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA EN EL NUEVO MARCO EUROPEO

No es nada nuevo subrayar que la política monetaria ha sido, en España, el bastión utilizado para defender la estabilidad de los precios. Políticas monetarias estrictas, que se han manifestado en altos tipos de interés y en una gran estabilidad del tipo de cambio de la peseta en relación con las monedas integrantes del Sistema Monetario Europeo, han definido la postura de nuestra autoridad monetaria, que, en frase ya tópica, ha luchado en solitario, sin contar con un suficiente apoyo de las políticas presupuestaria y de rentas, para la consecución de los objetivos macroeconómicos.

Al análisis de los condicionantes que la nueva situación europea puede suponer se han dedicado tres trabajos —los de **José Luis Malo de Molina**, **Luis Rodríguez Saiz** y **Jesús Paúl Gutiérrez**, y **Antonio López López**—, que tratan de ofrecer una triple visión: la del propio Banco de España, la de los analistas universitarios independientes y la de aquellos otros que se encuentran implicados en el diario quehacer de las entidades financieras. La lectura de estos trabajos muestra claramente que nuestra política monetaria habrá de converger con la de nuestros socios comunitarios, y que es irremisiblemente necesario el apoyo de la actuación presupuestaria y una conciencia clara de los nuevos deberes del comportamiento de las rentas de los factores productivos, que demandan una actuación responsable del mundo sindical y empresarial para conseguir unos costes laborales unitarios y unos márgenes de beneficios compatibles con las condiciones de estabilidad económica, que constituyen el único fundamento firme para un desarrollo económico continuado dentro del proceso de unión económica y monetaria europea.

Asimismo, se insertan en este bloque de trabajos las reflexiones de **Gonzalo Gil** sobre el sistema de pagos, como un aspecto del sistema financiero que es condición imprescindible para el adecuado funcionamiento del sistema. Además, el proceso de avance hacia la unión económica y monetaria ha acentuado el interés por los sistemas de pagos, trascendiendo el enfoque puramente nacional, para prestar atención preferente a la interconexión de sistemas y a la forma de perfeccionar las transacciones transfronterizas en las que participan distintas monedas.

LA INTERNACIONALIZACION DEL MERCADO DE CAPITALES Y LA ADAPTACION DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

El diseño y la implantación del mercado único no sólo exige esfuerzos al gobierno y a las autoridades monetarias. Europa es una construcción común, y los actores económicos han de representar cada uno el papel que le corresponde.

Los mercados de capitales —que analizan **Jean M. Kertudo** y **Raimundo Ortega**— y las instituciones financieras —de las que trata **Rosa-María Gelpí**— se han visto sacudidos por un impulso de la competencia que pone a prueba la imaginación y la preparación técnica de quienes han visto ensancharse el ámbito —antes nacional— de su actuación. Problemas fiscales nuevos, necesidad de proceder a profundas revisiones de los sistemas de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles, la intensificación de la competencia y la eliminación de las distorsiones todavía existentes, son, entre otros, los puntos que atraen hoy la atención de los expertos en este ámbito, y que van a demandar la realización de cambios profundos en nuestro sistema financiero que continúen los muy importantes realizados hasta ahora.

UNA CUESTION NUCLEAR PARA ESPAÑA: LA CONVERGENCIA

Ha sido el profesor **Fuentes Quintana** quien, con frase gráfica, ha reiterado que España es miembro *de iure* de la Comunidad Europea, pero no *de facto*, pues aún nos queda un largo camino por recorrer para equipararnos plenamente, desde la perspectiva económica, a los países comunita-

rios que marchan en cabeza. Nuestros indicadores económicos de divergencia muestran todavía signos distintivos respecto de los países centrales, que han de ser recortados. Nuestros diferenciales de paro, de inflación, de déficit comercial, de déficit público y tipos de interés son señales de alarma que muestran la imperiosa necesidad de un comportamiento económico global austero, diligente y perseverante en la corrección de nuestros principales desequilibrios, si es que España aspira —como puede y debe— a participar en el proceso de unión económica y monetaria. A ellos también tuvo ocasión de referirse el Secretario de Estado de Economía, **Pedro Pérez Fernández**, en su conferencia de clausura, en la que, asimismo, aludió al conjunto de medidas gubernamentales adoptadas en el pasado reciente con objeto de adecuar nuestro sistema económico y financiero a las nuevas circunstancias del entorno europeo, y a la formulación de un *plan de convergencia* que permita que esa adecuación de los sistemas económico y financiero españoles se realice.

APERTURA Y CLAUSURA DE LAS SESIONES

Por último, como es tradicional en las Sesiones, su apertura corrió a cargo de **Javier Pomés**, Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra, y la reunión fue cerrada por **Juan Cruz Alli**, Presidente del Gobierno de Navarra y de la Caja de Ahorros. El primero mostró en su intervención una panorámica general de la situación económica navarra. El segundo, tras resumir las principales conclusiones que se desprenden del conjunto de las intervenciones, dedicó su participación en las Sesiones a las respuestas que las instituciones financieras españolas podrán dar al reto que supone el nuevo marco europeo.

LA ECONOMIA NAVARRA DURANTE 1991

José Javier POMES RUIZ

El *contexto económico internacional* del último año ha estado marcado por numerosos e importantes acontecimientos (conflicto del Golfo Pérsico, reunificación alemana, transformaciones en los países del Este, etc.) que han condicionado el comportamiento y las expectativas de los agentes económicos, ya de por sí suficientemente deteriorados al coincidir con el agotamiento de una larga fase expansiva.

Todo ello se ha plasmado en un estancamiento de la actividad en el conjunto de países industrializados durante la primera parte de 1991, como lo refleja el dato del 0,3 por 100 de crecimiento registrado en el conjunto de países de la OCDE durante el primer semestre del año, la cifra más débil desde 1982, aunque en el análisis por países destaca la fortaleza mostrada por la actividad en Alemania y Japón, impulsada por una vigorosa demanda interna que, en el caso de Alemania, ha estado vinculada al proceso de reunificación.

Para la segunda mitad del año se espera una recuperación de las economías desarrolladas actualmente en recesión o estancamiento, lo que permitirá cerrar el ejercicio con un crecimiento próximo al 1,3 por 100 para el conjunto de países industriales, y al 1,4 por 100 para el área de la CE. Se prevé que esta recuperación se consolide a lo largo de 1992.

Por lo que a la *economía española* se refiere, puede decirse que el nuestro se encuentra entre los países que experimentan un mayor crecimiento. El aumento del PIB para el conjunto del año 1991 se estima en un 2,7 por 100, un punto porcentual menos que en 1990, pero todavía más del doble del registrado por la media de los países desarrollados.

Las previsiones oficiales apuntan a un mayor dinamismo de la actividad para 1992, con un crecimiento del PIB del 3,3 por 100, con un comportamiento sectorial diferenciado, dado que mientras el sector de la construcción se colocará muy por

encima de la tasa media de crecimiento, el sector servicios estará en torno a ésta, mientras que el sector industrial y el sector agrario continuarán con una evolución menos dinámica.

Se espera que la economía española continúe en la senda de la corrección de sus desequilibrios básicos, aun a costa de una disminución moderada del ritmo de crecimiento económico, con un aumento del empleo a una tasa próxima al 1,6 por 100 y una disminución de la tasa de paro.

La economía navarra, que no es ajena a la evolución del entorno nacional e internacional, está atravesando durante los meses transcurridos de 1991 por una etapa de menor crecimiento que el conseguido durante los mismos meses de 1990, año en el que se consiguió un crecimiento del 3,9 por 100, superior al 3,7 por 100 registrado a escala nacional, destacando especialmente el sector de la construcción, que, con una tasa de crecimiento del 13,4 por 100, triplicó ampliamente el resultado obtenido para el conjunto de la economía regional y situó al sector navarro en primer lugar a nivel nacional.

En el ámbito de la actividad productiva, el sector agrario, según las primeras previsiones realizadas, aumentará su producción total durante 1991 en un escaso 1,8 por 100, aunque la producción agrícola crecerá un 18,5 por 100, frente a la disminución del 11,7 por 100 que registrará el sector ganadero. Cabe recordar que durante el año 1990 el sector agrario presentó una tasa negativa de crecimiento del 3,0 por 100.

El sector industrial es el que más está padeciendo las consecuencias del debilitamiento de la economía. Así, el índice de actividad industrial para el conjunto del sector refleja, al analizar su tendencia, una continuada caída desde junio del año 1990, agudizada a partir del segundo trimestre de 1991, de tal forma que en el mes de agosto, en media móvil de doce meses, presenta una disminución de la tendencia de un 4,2 por 100. A semejanza de

lo que ocurre a escala nacional, son los bienes de inversión los que muestran unos perfiles más moderados en sus niveles de producción, mientras que la producción de bienes de consumo refleja una notable recuperación y los bienes intermedios presentan altibajos, aunque muestran un mejor nivel que el que tenían en períodos precedentes.

La tendencia de la producción para los próximos meses muestra una acentuada recuperación de las expectativas productivas, ya que son bastantes más las empresas industriales que esperan que su producción aumente que las que piensan que descenderá, aunque este dato puede estar motivado en parte por los bajos niveles de *stocks* de productos terminados existentes.

La construcción mantiene la positiva evolución observada en estos últimos ejercicios; así, las personas ocupadas en el sector aumentaron una media del 15,1 por 100 durante el primer semestre de 1991, y el consumo de cemento ha crecido en torno al 20 por 100 respecto a 1990.

El número de viviendas iniciadas se ha incrementado un 50,1 por 100 hasta agosto, aunque las viviendas terminadas han disminuido un 8,0 por 100 en el segundo trimestre de 1991 (un 16,5 por 100 hasta agosto).

Las viviendas proyectadas, uno de los indicadores que miden parte de las expectativas del sector, muestra un incremento acumulado durante los nueve primeros meses de 1991, en relación al mismo período del año anterior, del 37,3 por 100. La licitación oficial alcanza, hasta junio, el 80,5 por 100 de la licitación total del año 1990, debido principalmente a la fuerte inversión en infraestructuras que se está realizando.

Se espera que el sector servicios, que ya acapara más de la mitad de los ocupados (51,8 por 100 según la *Encuesta de Población Activa* del segundo trimestre de 1991), mantenga el positivo comportamiento que ya reflejó durante el primer semestre del año, en el que su empleo ha crecido a un ritmo del 6 por 100. El consumo eléctrico en el sector servicios se ha incrementado un 17,9 por 100 sobre el segundo trimestre de 1990.

La demanda interna, que ha sido la principal impulsora de la etapa expansiva iniciada en 1985, muestra signos de recuperación dentro de la tendencia decreciente que ha caracterizado su evolución durante el primer semestre de 1991, principalmente desde el punto de vista del consumo privado. Así, el crédito al consumo de la Federación Navarra de Cajas de Ahorros presentaba en septiembre un crecimiento del 15 por 100, mientras

que la matriculación de automóviles de turismo ha visto desacelerarse sus tasas de evolución, que en el tercer trimestre han presentado una disminución del 7 por 100, frente al 16 y 12 por 100 del primer y segundo trimestre, respectivamente.

Respecto a la inversión, mientras la correspondiente a construcción presenta elevados ritmos de crecimiento, tal y como ya se ha comentado al hablar de la actividad productiva, la relativa a bienes de equipo no parece recuperarse. Durante el año 1991, los créditos concedidos a la industria por la Federación Navarra de Cajas de Ahorros representan un incremento medio del 5,8 por 100 respecto a 1990.

La inversión pública ha continuado su evolución expansiva; así, los gastos de inversión del Gobierno de Navarra, principal agente público que conforma esta magnitud, se elevan a 27.204 millones de pesetas a finales de octubre, con un incremento del 48 por 100 respecto a igual período de 1990, como consecuencia principalmente de la ejecución de los proyectos de infraestructuras en carreteras y obras hidráulicas incluidos en el Programa de Inversiones Públicas 1989-1991.

En lo que a la demanda externa se refiere, durante este año se mantiene el elevado dinamismo en la evolución de las exportaciones iniciado durante el último trimestre de 1990, de tal forma que las ventas en los mercados exteriores, en los ocho primeros meses, ascienden a 148.234 millones de pesetas, lo que representa un incremento del 27 por 100, frente al 10 por 100 logrado el año anterior.

En cuanto al mercado de trabajo, durante el segundo trimestre del ejercicio la población activa ascendía a 206.000 personas según la *Encuesta de Población Activa (EPA)*. Ello significa un incremento del 2,5 por 100 respecto a igual período del año anterior. De esta forma, la tasa de actividad se eleva al 49,5 por 100, superando la media obtenida durante 1990, que fue del 49,0 por 100.

La población ocupada ha aumentado en 5.600 personas con respecto al primer trimestre del año, lo que ha permitido absorber las nuevas incorporaciones al mercado de trabajo (3.000 personas) y reducir el paro en un 10,9 por 100, situándose la tasa de paro en el 10,3 por 100 de la población activa. El paro estimado por la *EPA* es de 21.300 personas, un 2,7 por 100 inferior al del segundo trimestre de 1990.

Ahora bien, el incremento de la población ocupada presenta una desigual distribución sectorial, con retrocesos de empleo en la agricultura y la industria del 16,7 y 2,3 por 100, respectivamente, y los au-

mentos en la construcción y los servicios 23,2 y 7,0 por 100. Por tanto, se mantiene, aunque con un ritmo algo más suave, la tendencia decreciente del empleo industrial iniciada en el cuarto trimestre de 1990.

El paro registrado, que había disminuido durante todos y cada uno de los seis primeros meses de 1991, hasta situar el número de parados en un 7,7 por 100 menos que los registrados en diciembre de 1990, ha marcado su punto de inflexión en junio, mes a partir del cual ha crecido hasta situar la cifra de parados en los 26.551 registrados en octubre, lo que no impide que haya disminuido un 7,6 por 100 en relación a octubre de 1990, y un 2,7 por 100 en lo que va de ejercicio.

Por sexos, la disminución del paro masculino duplica a la registrada entre las mujeres, colectivo que agrupa al 68,7 por 100 del paro registrado, mientras que por edades las mayores disminuciones se concretan en el colectivo de jóvenes, y especialmente en los varones.

Por lo que respecta a los precios y costes, el índice de precios al consumo (IPC) registra en octubre una variación interanual del 5,8 por 100, 1,7 puntos menos que la registrada en enero de 1991, frente al 5,5 por 100 alcanzado a escala nacional, habiéndose estrechado de esta forma el diferencial a 0,3 puntos, cuando en enero era de 0,8 puntos.

La reducción de la inflación, que durante el primer semestre se había logrado gracias al favorable comportamiento de los precios de alimentación, ha sido posible a partir de entonces por la moderación del componente no alimentario, que presenta una tasa anual en octubre del 6,1 por 100, frente al 9,7 por 100 en enero, dado que la rúbrica de alimentación ha visto cómo se incrementaban sus precios en un 5,2 por 100, duplicando, prácticamente, de esta forma la tasa que presentaba a comienzos del ejercicio.

Por lo que a los precios industriales se refiere, su índice general registraba en agosto una tasa interanual del 1,8 por 100, mientras que, según el destino económico de los bienes, se observa un incremento en el precio de los bienes de inversión y consumo de 3,8 y 3,7 por 100, respectivamente, frente a la disminución del 0,4 por 100 que se da en los bienes intermedios.

El índice de precios percibidos por los agricultores, a pesar de la recuperación observada en el mes de septiembre, motivada principalmente por los productos agrarios, presenta en este mes una disminución del 1,2 por 100 en su evolución tendencial.

Por lo que a los costes salariales se refiere, hay que destacar que el aumento salarial medio recogido en los convenios colectivos registrados en los ocho primeros meses del año es ligeramente superior al de igual período del año anterior. Se han registrado 51 convenios, que afectan a 43.221 trabajadores, con un aumento salarial del 8,71 por 100, mientras que en igual período de 1990 el incremento era del 8,02 por 100.

Por otra parte, según la *Encuesta de Salarios en la Industria y los Servicios*, el incremento medio de la ganancia por persona durante el segundo trimestre fue del 9,3 por 100, frente al 6,5 por 100 registrado en igual período de 1990.

En cuanto a la financiación de la economía, los depósitos del sector privado en el sistema bancario ascendían, al finalizar el segundo trimestre del año, a 828.100 millones de pesetas, con un notable aumento, cercano a los 200.000 millones (30,8 por 100) sobre el mismo período del año anterior, manteniendo de esta forma tanto la trayectoria observada en el año 1990 —en el que la tasa anual de crecimiento se situó en el 33,4 por 100— como la registrada en el primer trimestre de 1991, en que el crecimiento alcanzó el 34,1 por 100. Este crecimiento tan notable se explica, en buena medida, por las emisiones realizadas por las entidades de activos financieros con retención en origen.

Por grupos de entidades, son los bancos —que en un año han ganado casi cinco puntos en la cuota de mercado (pasando del 45,5 por 100 del segundo trimestre de 1990 al 50,2 por 100 en el de 1991), a costa principalmente de las cajas de ahorros (bajan del 43,8 por 100 al 39,9 por 100)— los que mayormente han contribuido al aumento de los depósitos, pues aportan el 65,5 por 100 del crecimiento, mientras que las cajas lo hacen en un 27,5 por 100 y las cooperativas de crédito en un 7,1 por 100.

Los depósitos a plazo son los beneficiarios principales de este notable aumento registrado en los depósitos totales, con tasas de variación superiores al 45 por 100 en cada uno de los tres últimos trimestres, lo que ha permitido que el 64,5 por 100 de los depósitos privados en el sistema financiero estén constituidos por los depósitos a plazo, repartiéndose el resto entre los depósitos a la vista (18,6 por 100) y los depósitos de ahorro (16,9 por 100).

Los créditos otorgados al sector privado alcanzaron, al finalizar el segundo trimestre del año 1991, los 396.800 millones de pesetas, lo que representa un 10,8 por 100 más de lo concedido en el mismo período del año anterior.

LA UEM: RETOS, CONDICIONES Y ESTADO DEL PROYECTO (*)

Jean-François PONS

INTRODUCCION

Intentaré, en este artículo, responder a tres preguntas:

La primera de ellas se refiere a los costes y beneficios: ¿está justificada la unión económica y monetaria?

Más allá de las discusiones o divergencias que subsisten todavía entre los países miembros sobre la concepción definitiva de la UEM o el contenido y la duración del período de transición, es importante no perder de vista el objetivo final. Podríamos, en efecto, tener la sensación de que el debate está a menudo más centrado en las dificultades —con frecuencia sobreestimadas— de un proceso de unión rápido que en los riesgos y costes, sin duda más reales e inmediatos, del *statu quo*, que puede conducir a la desunión económica y monetaria. Por esta razón, me parece necesario insistir, en una primera parte, sobre los argumentos más importantes a favor de la consecución de un proyecto de UEM completa, último escalón del mercado único y condición de su éxito.

La segunda pregunta surge de manera obvia: ¿es la UEM factible en un futuro próximo?

Aun desmarcándose de la tesis llamada de «coronación», según la cual una convergencia perfecta de las economías es un requisito previo a cualquier avance hacia la unión (y debiéndose matizar esta tesis a partir de la historia del SME en los años ochenta), el debate actual sobre la UEM concede un lugar de privilegio al progreso de esta convergencia y a las condiciones de acceso a las diferentes etapas. Es ciertamente difícil fijar en teoría el grado de convergencia requerido para realizar una unión monetaria, y la historia no aporta ningún tipo

de enseñanzas al respecto: la constitución de las uniones monetarias existentes, en Estados Unidos o en otros lugares, no ha podido evitar este tipo de preocupación (ausente, por otra parte, en la unificación monetaria alemana). En el caso de la UEM, todos los países miembros coinciden en el principio de que la estabilidad de la unión supone, *ex ante*, un alto grado de convergencia de las magnitudes económicas y monetarias. Hay que subrayar que estas exigencias responden a la voluntad de los países miembros de lograr una unión en la que los gobiernos nacionales conserven lo esencial de sus competencias económicas y presupuestarias. En este sentido, la unión económica y monetaria europea es única, y se distingue de las federaciones existentes; pero los riesgos de externalidad asociados a este modelo implican precisamente una disciplina estricta.

Finalmente, la última pregunta se refiere al desarrollo del proyecto.

Desde el inicio de la CIG-UEM, en diciembre de 1990, los observadores no han dejado de subrayar las divergencias más «inmediatas», concernientes, por ejemplo, a la sustitución del actual ecu, a la naturaleza de la institución monetaria que será creada en 1994, a «la Europa de dos velocidades», etcétera. Esto parece dejar de lado el rápido avance de las negociaciones en las que todos los países (incluido el Reino Unido, aunque se mantenga reservado respecto al objetivo de la moneda única) han tomado parte activa, y el hecho de que ya se ha llegado a un amplio acuerdo sobre, digamos, un 90 por 100 de las principales disposiciones de la etapa tercera a inscribir en el Tratado de Roma. Describiré en esta última parte la concepción global de la tercera etapa de la UEM, antes de abordar el problema de la transición y de destacar el papel que puede tener el ecu en este proceso.

I. LA OPORTUNIDAD DE LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA

1. La UEM es el complemento natural del mercado único

1.1. La consecución del gran mercado y las «incompatibilidades»

No tiene sentido abrir de nuevo en Europa el muy académico debate sobre la justificación de la unión monetaria, aunque algunos teóricos, apoyándose en la teoría de las zonas monetarias óptimas (en su versión inicial), argumenten todavía que la integración económica y monetaria es incompatible con el mantenimiento de cambios flexibles y de políticas monetarias independientes. Generalmente, se admite que los progresos realizados en materia de convergencia en el marco del SME, la interpenetración de las economías de la zona y la creciente homogeneidad de sus estructuras económicas financieras limitan hoy día los costes potenciales de la UEM; de hecho, estos últimos se han tenido en cuenta en el informe de la Comisión sobre los costes y beneficios («Mercado único, moneda única»). Por lo demás, la estabilidad cambiaria es ya un hecho logrado o reivindicado por los países miembros, que han renunciado *de facto* a manejar el instrumento de los tipos de cambio. La antigua concepción de las zonas monetarias óptimas, que esencialmente se centra en la movilidad de los factores reales (trabajo y capital físico) y establece como principio que la flexibilidad de los tipos de cambio asegura un ajuste óptimo de los precios e intercambios internacionales, parece haber sido condenada por la historia monetaria reciente.

Se impone una concepción más amplia y dinámica que nos obliga a tener en cuenta el conjunto de costes y beneficios, y a volver a situar a la UEM en la perspectiva de un espacio económico y financiero completamente integrado. La última segmentación, la de los tipos de cambio, ya no se justifica; puede incluso ocasionar fenómenos de inestabilidad ligados a sustituciones de divisas o a la deslocalización de las actividades financieras. Frente a estos riesgos, y a las dificultades a las que, cada vez más, se enfrentarán las autoridades monetarias nacionales, la única solución es la centralización de las opciones monetarias. Un espacio monetario y financiero integrado no puede ser regulado más que a escala comunitaria, y la moneda única permite resolver el problema clásico de incompatibilidad entre libertad de movimientos de capitales, fijeza (o incluso cuasi-fijeza) de los tipos de cambio y autonomía de las políticas monetarias. Las divergencias actualmente observadas por las autorida-

des nacionales en la conducta de los tipos de interés, tras el *shock* de la unidad alemana, anuncian futuras tensiones si no se avanza rápidamente hacia la tercera etapa.

1.2. Las expectativas de los agentes económicos

Las encuestas realizadas entre los agentes económicos muestran que éstos perciben correctamente la lógica de conjunto descrita anteriormente. Así, los directores de empresas, pequeñas o grandes, interrogados por encargo de la AUME o de la Comisión, no conciben un mercado único sin moneda única. La ausencia de una clara señal anunciando la UEM implica el riesgo de hipotecar el impacto global de 1992, e incluso entrañaría un retroceso si las empresas no pudieran integrar esta perspectiva en sus estrategias y previsiones.

Pero la petición de una moneda única no es —afortunadamente— exclusiva de las empresas. Según una encuesta recientemente realizada por la AUME a ciudadanos de los doce países miembros, un 61 por 100 se mostró claramente a favor de la sustitución de su moneda nacional por el ecu en un período de cinco a seis años (solamente los británicos y daneses se muestran mayoritariamente en desacuerdo). Y lo que es más interesante aún, para los ciudadanos europeos prima la estabilidad monetaria y el refuerzo de la Comunidad y del mercado único, como las consecuencias más importantes de la adopción de esta moneda única, sobre los aspectos más prácticos (viajes, facilidades, ahorros en los gastos de cambio).

2. Las ventajas de una UEM consumada

La evaluación de los costes y beneficios de la UEM es un ejercicio pesado y complejo por la variedad de mecanismos, canales de transmisión e incertidumbres en cuanto a las políticas macroeconómicas que lo acompañan. Estas dificultades metodológicas explican por qué la UEM no se presta a una estimación agregada (en contra del informe Cecchini sobre 1992).

Para empezar, es preciso distinguir entre una ganancia directa o «estática», ligada a la eliminación de los costes de transacción y estimada en alrededor de un 0,5 por 100 del PNB comunitario actual (aproximadamente 20.000 millones de ecus), y unas ganancias indirectas o «dinámicas», potencialmente superiores, pero más difíciles de cifrar, ya que no existe una experiencia reciente de creación de un espacio económico y monetario completamente integrado, y su impacto sobre los comportamientos de los agentes económicos des-

cansa necesariamente sobre un conjunto de hipótesis.

El estudio de la Comisión ha identificado cinco impactos principales de la UEM:

a) Estabilidad de los precios: la constitución de una unión monetaria implica la puesta en marcha, por parte de una autoridad monetaria independiente, de una política monetaria común cuyo objetivo prioritario sea la estabilidad de los precios. Los países inflacionarios se beneficiarán de la credibilidad de esta política para reducir la inflación con un coste menor que el actual. El resto verá reducirse el riesgo de inflación importada ligado al actual mecanismo de cambio.

b) Aumento de la eficacia de la economía, que favorecerá el crecimiento: la UEM implicará economías directas ligadas, principalmente, a la supresión de los costes de transacción, economías indirectas resultantes de la transparencia perfecta de los precios y la eliminación del riesgo de cambio. Estas economías favorecerán la integración efectiva de los mercados y la movilidad de los factores de producción.

c) Gestión más eficaz de las finanzas públicas: una unión monetaria comprometida sin ambigüedad en un objetivo de estabilidad de los precios excluirá todo recurso a financiaciones privilegiadas y conducirá a los gobiernos a adoptar unas políticas presupuestarias más coherentes con esta disciplina de mercado. A cambio, la participación en la unión monetaria ayudará a ciertos países a reducir la carga real de los intereses de su deuda pública y el propio nivel del déficit.

d) Impacto favorable sobre el empleo y el desarrollo equilibrado de las regiones, partiendo de la hipótesis de que la pérdida de flexibilidad de los tipos de cambio nominales (que, de hecho, ha resultado ser ineficaz) permitirá que las variaciones de los tipos de cambio reales subsistan: es decir, que las diferencias de precios relativos y de costes de mano de obra facilitarán los ajustes en el interior de la zona. Por su impacto sobre la movilidad de los factores, la UEM favorecerá la reabsorción de los desequilibrios regionales con la ayuda de mecanismos estructurales comunitarios destinados a compensar progresivamente los retrasos iniciales.

e) Papel creciente de la Comunidad en la economía mundial. El ecu, moneda de la primera potencia industrial y comercial del mundo, tendrá un peso análogo al del dólar y el yen; la Comunidad estará mejor situada para negociar un sistema monetario internacional equilibrado. Las autoridades monetarias podrán ahorrar una parte de sus reser-

vas actuales y obtener ganancias de señoría a escala internacional.

Tres observaciones para terminar este tema:

- Una parte de las ventajas de la UEM, especialmente en términos de estabilidad de cambios y de convergencia, pudiera ser percibida desde hoy si los países miembros se comprometen de manera fiable en el proceso de unión y envían a los agentes económicos un mensaje claro, sobre todo en lo concerniente al futuro del ecu. La mejora de la estabilidad macroeconómica es un proceso continuo desde la creación del SME (véase gráfico 1).

- Existe una asimetría temporal entre costes y beneficios. La Comunidad soporta hoy en día los costes de ajuste, ligados a la incertidumbre del tipo de cambio; ya no existe una soberanía monetaria nacional real y el ajuste mediante los tipos de cambio ha mostrado sus límites. En contrapartida, los beneficios de la UEM no serán, en esencia, percibidos hasta la tercera etapa, con la introducción de la moneda única. Estas consideraciones muestran la conveniencia de una rápida transición.

- Finalmente, la evaluación de los impactos regionales muestra que la UEM es un juego de suma positiva —todos los países deben beneficiarse en una u otra medida— y que la distribución de costes y beneficios debería ser favorable a las zonas que hoy en día se encuentran menos desarrolladas.

II. LA CONVERGENCIA: ESTADO ACTUAL Y PERSPECTIVAS

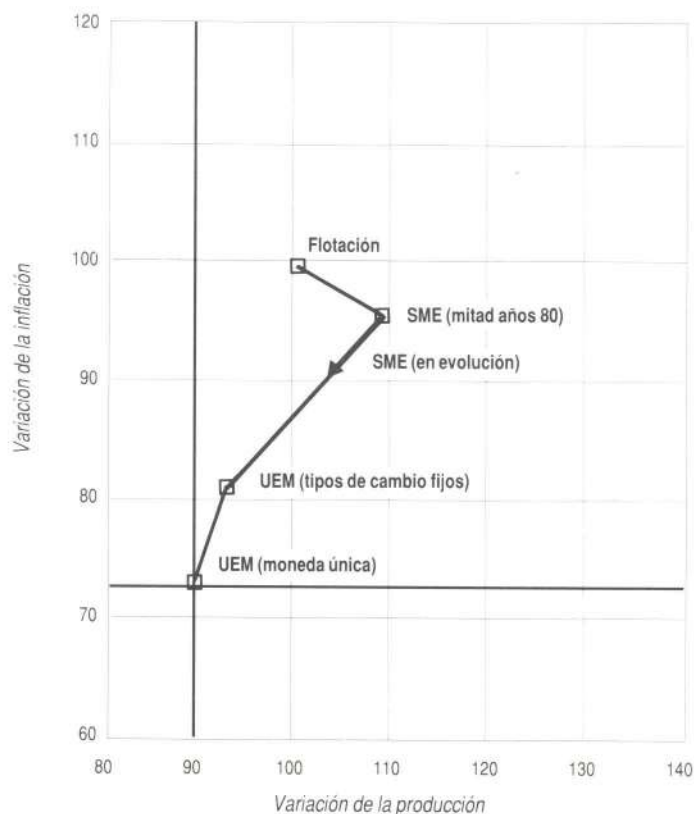
1. Los logros del SME

Es necesario comenzar recordando los progresos realizados, desde el inicio de los años ochenta (véase cuadro núm. 1), por los «siete viejos de la banda estrecha» (Italia no forma parte de estos últimos desde finales de 1989): diferenciales de precios y de costes salariales divididos por tres entre 1984 y 1990; inflación alineada, hasta 1990, con la de Alemania, alrededor del 3 por 100; balanzas corrientes en superávit o en ligero desequilibrio. Estos países constituyen cerca del 70 por 100 del PIB comunitario y podrían plantearse el acceso inmediato a la tercera etapa de la UEM. La unificación alemana ha modificado las posiciones relativas en el interior de este grupo por lo que respecta a los resultados nominales en 1991 y 1992 (véase cuadro núm. 2), sin consecuencias negativas, por el momento, para los demás países.

Al margen de Portugal, y sobre todo de Grecia, todavía en fase de saneamiento y recuperación,

Gráfico 1

LA ESTABILIDAD MACROECONOMICA EN LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA



Nota: Este gráfico pone de manifiesto la variación de la producción (PIB) y de la inflación para la media comunitaria bajo la forma de índices, tal como resultan de simulaciones estocásticas. La posición de cada uno de los cuatro regímenes («flotación libre», «SME», «UEM asimétrica» y «UEM») corresponde a una intersección entre una curva de arbitraje producción/inflación, que es función del régimen, y una curva de preferencia, que se desplaza.

Fuente: Simulaciones estocásticas efectuadas con la ayuda del modelo Multimod del FMI bajo la responsabilidad de los servicios de la Comisión. El PIB se expresa en forma de desviación en puntos porcentuales en relación a su valor de referencia; la inflación se mide como desviación en puntos porcentuales, en relación con las tasas de inflación de referencia. Los índices utilizados en el gráfico se obtienen calculando la media de los cuadrados de las desviaciones para 43 simulaciones en el período 1990-1999 y extrayendo la raíz cuadrada. Los índices resultan de dividir este resultado por la raíz cuadrada de la desviación cuadrática media para el régimen de flotación libre y multiplicarlo por 100.

Índices: medias comunitarias,
flotación libre = 100

CUADRO NUM. 1
INDICADORES DE CONVERGENCIA ECONOMICA
(Comunidad Europea)

		Bélgica	Dinamarca	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia	Luxemburgo	Holanda	Portugal	Reino Unido	CE-12
Deflactor del consumo privado (variación anual en porcentaje)	1980	6,4	10,7	5,8	21,9	16,5	13,3	18,6	20,4	7,6	6,9	21,6	16,2	13,5
	1991	3,2	2,4	3,5	18,0	5,9	3,1	3,0	6,3	3,5	2,8	11,5	6,5	5,0
Déficit presupuestario (en porcentaje del PIB)	1980	-9,2	-3,3	-2,9	—	-2,6	0,0	-12,7	-8,6	-0,4	-4,0	—	-3,4	—
	1991*	-6,5	-1,3	-4,6	-15,3	-2,7	-1,6	-3,8	-10,1	+1,6	-4,8	-5,5	-2,2	-4,6
Deuda pública (en porcentaje del PIB)	1991*	128,1	62,3	45,4	86,0	44,5	37,3	97,4	103,3	4,7	78,8	63,8	44,5	60,0
Balanza corriente (en porcentaje del PIB)	1980	-4,3	-3,7	-1,7	0,5	-2,4	-0,6	-11,8	-2,2	18,7	-1,5	-5,9	1,5	-1,2
	1991*	1,1	1,6	-0,1	-5,0	-2,9	-0,9	2,2	-1,3	26,4	4,0	-1,2	-1,1	-0,6
PIB por habitante (CE-12 = 100)	1980	104,2	108,1	113,8	58,2	73,4	111,8	64,1	102,6	116,0	111,1	55,1	101,1	100
	1989	102,3	106,5	112,7	54,2	75,8	108,8	67,1	103,7	125,8	103,0	55,0	106,3	100

(*) Previsiones de la Comisión. Abril 1991.

CUADRO NUM. 2
CONVERGENCIA ECONOMICA TRAS EL RESULTADO DE LA PRIMERA ETAPA
(11 de junio de 1991)

A) TASAS DE INFLACION (Precio deflactor del consumo privado)					B) PIB A PRECIOS DE MERCADO CONSTANTES (Porcentaje de cambio anual)				
	1989	1990	1991	1992		1989	1990	1991	1992
Bélgica	3,5	3,5	3,2	3,6	Bélgica	3,9	3,7	2,3	2,6
Dinamarca	5,1	2,6	2,4	2,6	Dinamarca	1,2	1,6	1,4	2,3
Alemania	3,1	2,5	3,5	4,2	Alemania	3,3	4,7	2,7	1,8
Francia	3,5	3,0	3,1	3,2	Francia	3,6	2,8	1,6	2,4
Irlanda	3,9	2,6	3,0	3,0	Irlanda	5,9	5,2	1,7	2,3
Luxemburgo	3,4	3,8	3,5	3,5	Luxemburgo	6,1	3,7	3,1	3,3
Holanda	2,9	2,6	2,8	2,9	Holanda	4,0	3,3	2,6	1,8
CE-7	3,3	2,8	3,2	3,6	CE-7	3,5	3,7	2,2	2,1
España	6,6	6,4	5,9	5,3	España	4,8	3,7	3,0	3,5
Italia	5,8	6,2	6,3	5,6	Italia	3,2	2,0	1,7	2,4
Reino Unido	5,9	7,2	6,5	5,1	Reino Unido	2,2	0,6	-2,2	2,1
CE-10	4,6	4,6	4,7	4,4	CE-10	3,3	2,8	1,3	2,3
Grecia	14,7	20,5	18,0	13,0	Grecia	2,8	0,1	0,8	1,6
Portugal	12,8	13,6	11,5	9,8	Portugal	5,4	4,0	2,8	2,7
CE-12	4,9	5,0	5,0	4,6	CE-12	3,3	2,7	1,4	2,3

C) BALANZA CORRIENTE (Porcentaje del PIB a precios de mercado)					D) SALDO PRESUPUESTARIO (Porcentaje del PIB a precios de mercado)				
	1989	1990	1991	1992		1989	1990	1991	1992
Bélgica	1,1	0,7	1,1	1,1	Bélgica	-6,7	-6,1	-6,5	-6,3
Dinamarca	-1,2	0,8	1,6	2,4	Dinamarca	-0,5	-1,5	-1,3	-1,1
Alemania	4,7	3,0	-0,1	-0,3	Alemania	0,2	-2,2	-4,6	-3,9
Francia	-0,1	-1,0	-0,9	-1,0	Francia	-1,2	-1,7	-1,6	-1,5
Irlanda	1,3	2,7	2,2	-1,9	Irlanda	-3,5	-3,4	-3,8	-3,5
Luxemburgo	34,4	29,3	26,4	24,7	Luxemburgo	3,3	4,1	1,6	1,6
Holanda	3,3	4,0	4,0	4,0	Holanda	-5,0	-5,7	-4,8	-4,9
CE-7	2,4	1,5	0,3	0,1	CE-7	-1,3	-2,5	-3,5	-3,1
España	-3,2	-3,5	-2,9	-3,1	España	-2,7	-3,7	-2,7	-2,0
Italia	-1,4	-1,4	-1,3	-1,5	Italia	-10,1	-10,7	-10,1	-10,1
Reino Unido	-4,8	-3,4	-2,2	-2,4	Reino Unido	1,0	-0,5	-2,2	-3,1
CE-10	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	CE-10	-2,6	-3,8	-4,4	-4,3
Grecia	-4,8	-5,7	-5,0	-3,9	Grecia	-19,2	-18,8	-15,3	-10,7
Portugal	-2,9	-0,1	-1,2	-2,2	Portugal	-3,4	-5,8	-5,5	-5,0
CE-12	-0,4	-0,6	-0,9	-1,0	CE-12	-2,9	-4,1	-4,6	-4,5

podemos identificar un segundo grupo de países (Reino Unido, Italia, España) con tasas de inflación dobles que las del primer grupo (6 a 7 por 100). La participación en el margen estrecho del SME parece haber sido aquí el principal factor discriminante (véanse gráficos 2 y 3). Estos países presentan además unos déficit todavía sustanciales en sus cuentas corrientes.

El examen de las situaciones presupuestarias nos lleva a matizar el diagnóstico. Los principales desequilibrios conciernen, en particular, a Grecia, Italia y Portugal, pero también a países como Bélgica, Holanda o Irlanda. El caso de estos tres últimos, cuyos tipos de cambio y tipos de interés evolucionan en línea con los del DM, sugiere que un desequilibrio de las finanzas públicas no es incom-

patible con una cuasi-uni6n monetaria, con tal que este desequilibrio se reduzca y que la situaci6n econ6mica de conjunto continúe globalmente sana (señalemos que las cuentas corrientes de estos países están equilibradas, lo que significa que el ahorro privado más que compensa el desahorro público).

Desde el punto de vista monetario, hay que subrayar la ausencia de realineamientos en el SME desde comienzos de 1987, la entrada de la lira italiana en la banda estrecha del $\pm 2,25$ por 100, a finales de 1989, y de la peseta (en junio de 1989) y la libra esterlina (en octubre de 1990) en la banda más ancha del ± 6 por 100. Esta evoluci6n ha influido favorablemente sobre el comportamiento del ecu, que, naturalmente, se ha reforzado; el tipo de

INDICES DE PRECIOS AL CONSUMO EN LA COMUNIDAD TASA ANUAL DE CRECIMIENTO

Gráfico 2

INFLACION EN LOS PAISES DEL SME (BANDA ESTRECHA) (Datos mensuales)

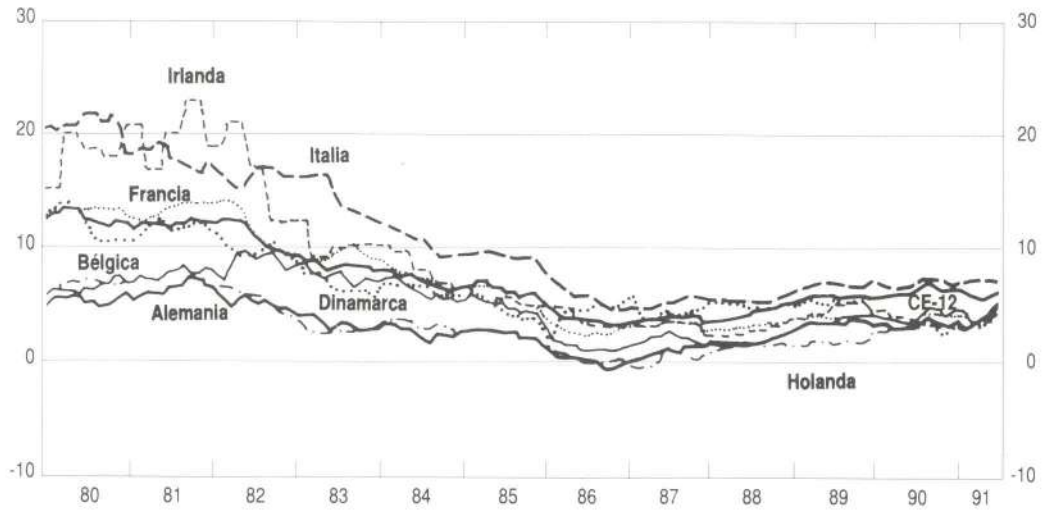


Gráfico 3

INFLACION EN LOS DEMAS PAISES (Datos mensuales)

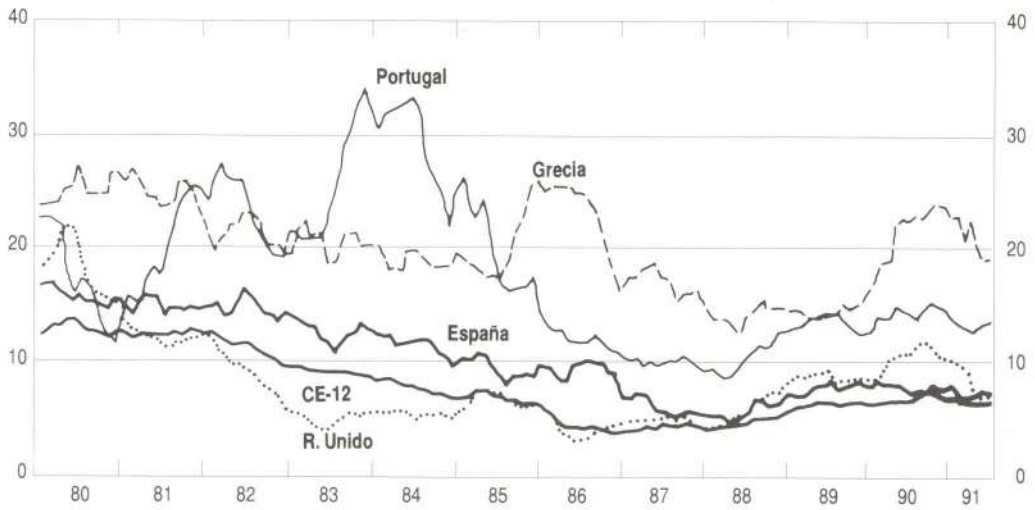
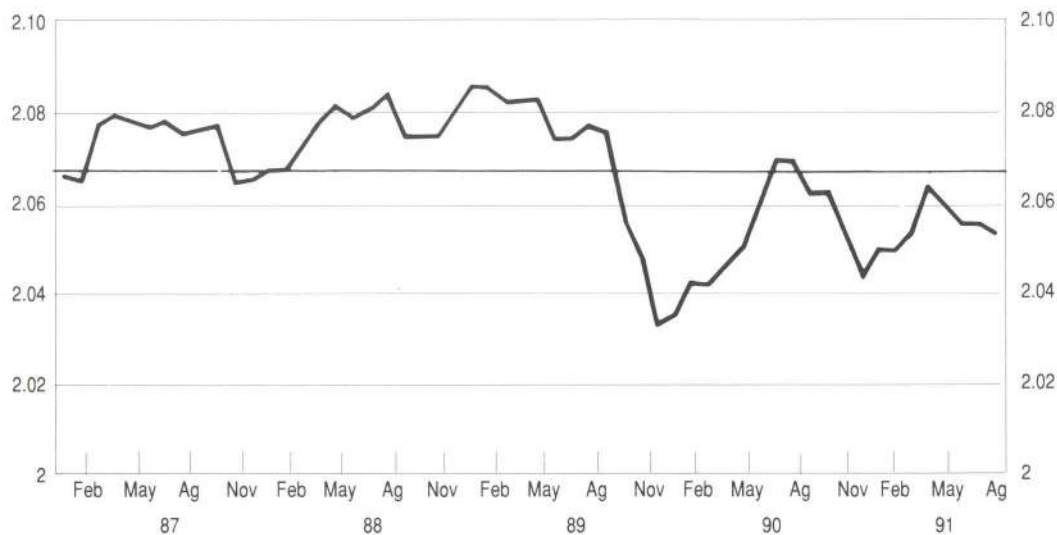


Gráfico 4

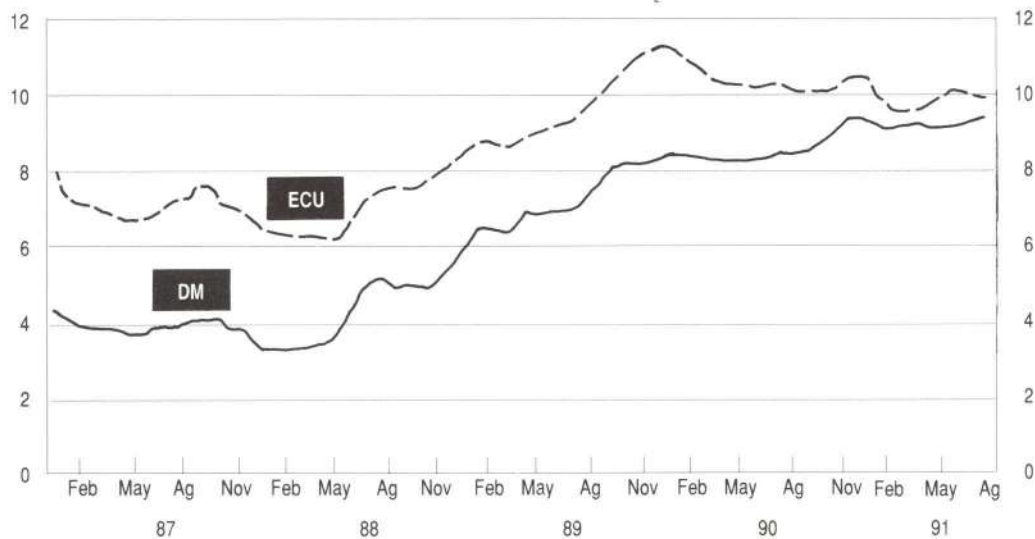
TIPO DE CAMBIO DM/ECU
(Datos mensuales)



Tipo de cambio medio: 1 ECU=DM 2,066 +/- 0,66 por 100.

Gráfico 5

TIPOS DE INTERES DEL EUROMERCADO A TRES MESES
(Datos mensuales)



cambio y el tipo de interés del ecu tienden así a converger con los del DM (véanse gráficos 4 y 5).

2. Reforzar la convergencia en las etapas 1 y 2

Este estado de cosas muestra que si bien la convergencia ha progresado a lo largo de los últimos años, continúa siendo muy insuficiente en varios

países y tiende a disminuir al iniciarse los años noventa, como demuestra el ejemplo de Italia. Es más, la experiencia de la unificación alemana sugiere que un *shock* puede poner en entredicho los logros de la convergencia en la Comunidad si esta última no se dota de los instrumentos de análisis y acción apropiados.

Parece además necesario, en la perspectiva del paso a las etapas futuras de la UEM, completar el SME con nuevos instrumentos destinados a tratar específicamente los desequilibrios macroeconómicos, y especialmente los presupuestarios. Tal es el objeto de la supervisión multilateral puesta en marcha desde 1991. Desde el Consejo Ecofin de Luxemburgo, del 10 de mayo de 1991, los países miembros han dado un paso más en este sentido, poniéndose de acuerdo sobre el principio y las modalidades de programas específicos de convergencia a medio plazo que cubran todas las áreas de las políticas económicas y monetarias. En cuanto a los aspectos necesitados de ajustes, los programas deberían precisar de una forma transparente los objetivos y los instrumentos susceptibles de ser utilizados, así como un calendario de aplicación. La Comunidad aprobaría estos programas *ex ante* y haría un seguimiento de su aplicación año por año. Finalmente, para asegurar la credibilidad, cada programa debería ser objeto de un compromiso firme por parte del Parlamento y de la opinión pública de cada país.

La eficacia de este dispositivo debe ser reforzada por unos objetivos comunitarios claramente fijados. La experiencia del *Acta Unica* ha demostrado que un vencimiento preciso y aceptado por todos ejerce un poderoso efecto movilizador tanto sobre los agentes económicos como sobre las autoridades nacionales. De manera análoga, un calendario preciso de UEM evitaría tener que regular el avance del proceso en los estados miembros más divergentes, al tiempo que ejercería sobre ellos una presión constante para que realizasen los ajustes indispensables para su participación en las diferentes etapas.

III. EL ESTADO DEL PROYECTO

1. Una amplia área de acuerdo sobre la concepción global de la UEM

1.1. La unión monetaria

A) Según esta concepción global, la unión monetaria no estaría completa y consumada hasta la adopción de una moneda única. Una moneda única implica una política monetaria única, y ésta no puede ser definida y conducida más que por una nueva institución. El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), compuesto por los doce bancos centrales y el Banco Central Europeo (BCE), tendrá las siguientes características:

- Su objetivo prioritario será la estabilidad de los precios; sin perjuicio de este objetivo, mantendrá

la política económica general a escala comunitaria.

- Tendrá una estructura federal, teniendo en cuenta la naturaleza de la Comunidad, pero sus decisiones de política monetaria estarán centralizadas en el BCE.

- Será independiente frente a los gobiernos nacionales y a las autoridades comunitarias, para que no tenga que tomar medidas susceptibles de comprometer el objetivo fundamental de estabilidad.

- Será democráticamente responsable; su Presidente y su Directorio serán nombrados por el Consejo Europeo, tras consulta al Parlamento Europeo; el Presidente dará cuenta de la política del Eurofed al Consejo de la CE, al Parlamento Europeo y a la opinión pública.

Estas características se han enunciado en un proyecto de *status* propuesto por los gobiernos y ratificado por los países miembros. El BCE estará dirigido por un Consejo, responsable de definir la política monetaria comunitaria (compuesto por los doce gobernadores de los bancos centrales y un Comité de 6 a 7 personas), y un Directorio, responsable de su ejecución. Los miembros de este último serán nombrados según sus capacidades personales; su mandato será de larga duración e irrevocable.

B) Las divergencias sobre la unión monetaria parecen muy pequeñas. Los países tienen, por ejemplo, puntos de vista todavía diferentes sobre el reparto de las responsabilidades en la puesta en marcha propiamente dicha de la política monetaria única. Una amplia mayoría se inclina, sin embargo, a que los bancos centrales nacionales mantengan un papel importante en esta área, al menos en los primeros años de la UEM, siempre que respeten la sujeción a unos resultados basados en la estricta aplicación de las directivas del BCE; queda claro, en cualquier caso, que no habrá entonces más que un solo tipo de interés de referencia y un solo objetivo monetario para la Comunidad.

Una divergencia más importante se produce en torno al reparto de las responsabilidades en materia de política de cambios. Nos limitaremos aquí a señalar tres aspectos:

- Las orientaciones deberían ser determinadas, en última instancia, por el Consejo. Esto se justifica, de una parte, por la importancia del tipo de cambio como instrumento de la política económica general y, de otra, por las prácticas actuales en los países con un banco central independiente (Alemania o Estados Unidos).

- Estas orientaciones deben, naturalmente, definirse en estrecho concierto con el BCE, encargado de conducir la política de intervención. Una elección en materia de política de cambio tiene, evidentemente, implicaciones sobre la política monetaria interna, y conviene evitar cualquier riesgo de conflicto entre objetivos.

- Por último, la política de cambio, como la política monetaria interna, debe tener un carácter comunitario. Por esta razón, es preciso evitar una regla de unanimidad que pudiera ser vetada por algún país y reservar el derecho de iniciativa a la Comisión y al BCE (como es norma en la CE).

1.2. La unión económica

A) En la UEM, las políticas económicas permanecerán ampliamente descentralizadas. Deberán, por tanto, ser coherentes entre sí y con la política monetaria comunitaria. Todos los países están de acuerdo en introducir en el Tratado dos reglas apremiantes:

- no habrá financiación monetaria de los déficit públicos ni acceso privilegiado de las autoridades públicas al mercado para colocar su deuda;

- no habrá apoyo automático (*balling out*) a los estados miembros con dificultades presupuestarias.

Existe también acuerdo para evitar déficit presupuestarios excesivos que comprometan la estabilidad monetaria de la unión, aunque las modalidades técnicas de aplicación de este principio se están debatiendo aún. Pero cada Estado miembro, en el marco de las orientaciones globales de política económica discutidas a escala comunitaria, debería definir sus propias opciones, que serían evaluadas y, en su caso, aprobadas por el Consejo; este enfoque refuerza la cooperación y favorece el juego de presiones entre iguales.

B) Vemos, pues, que la unión económica no entrañará unos cambios institucionales tan importantes como la unión monetaria. La concepción de esta unión económica plantea, no obstante, algunos problemas:

a) La primera dificultad se refiere al contenido de la política económica comunitaria. En este momento, el debate ha provocado el resurgimiento de una fuerte tendencia a favor de una concepción más «intergubernamental» que comunitaria. Así, una interpretación demasiado extensiva del principio de subsidiariedad entraña un serio riesgo de mal funcionamiento en una UEM donde la política monetaria estará, por definición, completamente centralizada. Es evidente que una *policy-mix* cohe-

rente es indispensable tanto para las políticas presupuestarias (limitadas por un objetivo monetario y un tipo de interés únicos) como para la política monetaria, que ya no permitirá asegurar los ajustes entre los países de la zona.

b) Los estados miembros no han conseguido todavía llegar a un acuerdo ni sobre el tipo de sanciones en las que alguno de ellos pudiera incurrir, en caso de faltar a la disciplina, ni sobre el principio y las modalidades de aplicación de un mecanismo de apoyo financiero, propuesto por la Comisión, y que podría ser puesto en marcha en caso de que un fuerte *shock* ponga en peligro el equilibrio económico de un país (e, indirectamente, el de la Comunidad).

c) Se plantea, finalmente, la cuestión del equilibrio institucional de la UEM: ¿Cuáles serán las funciones de la Comisión y del Parlamento Europeo? y, sobre todo, ¿cómo definir un polo económico comunitario que tenga un peso suficiente en relación al SEBC y que pueda ser para él un verdadero interlocutor?

2. Un acercamiento de las posiciones sobre la fase de transición

2.1. Diagnóstico y principios básicos

Se admite, generalmente, que la Comunidad de los doce va a enfrentarse, en el plano macroeconómico y monetario, a una modificación de su entorno con la puesta en marcha del mercado único y el desarrollo del SME. Podemos distinguir tres riesgos importantes:

- La inestabilidad de los cambios y de la demanda de dinero ligada a la liberalización completa de los movimientos de capitales y a las sustituciones de divisas. Este riesgo, ciertamente, se aprecia de distinta manera según se ponga el acento sobre los logros del SME, en términos de estabilidad y credibilidad, o sobre la inercia de los comportamientos y de las estructuras financieras, o, a la inversa, sobre la incidencia marginal del gran mercado de 1993.

- La inestabilidad del liderazgo y del anclaje comunitario, a consecuencia de los progresos rápidos de la convergencia en los países que participan en el mecanismo de cambio con márgenes estrechos y del *shock* de la unificación monetaria alemana.

- El riesgo creciente de mal funcionamiento del SME a medida que éste se amplía a países todavía en vías de ajuste. Los mercados prevén, hoy día, que se producirán realineamientos sólo excepcio-

nalmente, lo que estimula la demanda de monedas con tipos de interés elevados, contraría los esfuerzos de ajuste de los países menos convergentes y puede generar tensiones «paradójicas» en el SME, en detrimento de las monedas más fuertes (véase el caso de la peseta, en el techo de su margen de fluctuación antes del verano de 1991).

Frente a estos riesgos, los países miembros coinciden actualmente en:

- La creación, al inicio de la segunda etapa, en 1994, de una institución monetaria —que podría llamarse Instituto Monetario Europeo (IME)—, con las tareas principales de reforzar la cooperación monetaria entre los estados miembros, armonizar los instrumentos de política monetaria con vistas al acceso a la tercera etapa y favorecer el desarrollo del ecu.

- La puesta en marcha, a partir de 1991, de programas de convergencia a medio plazo, destinados a tratar los principales desequilibrios económicos, antes incluso del acceso a la segunda etapa (*vid. supra*).

- Las modalidades de acceso a la segunda etapa, acceso ligado al respeto de un cierto número de condiciones objetivas (conformidad con las reglas del mercado interior, con las de financiación de déficit presupuestarios, ...) y al compromiso con programas de convergencia.

- Las modalidades de acceso a la tercera etapa: decisión comunitaria, basada en criterios estrictos de convergencia; sin posibilidad de derecho a veto por un país miembro, ni de exclusión de un país miembro que cumpla las condiciones, ni de obligaciones para aquel que no las cumpla, y que podría así beneficiarse de una derogación temporal.

- La puesta en marcha de un régimen transitorio para los países miembros cuya participación completa en la tercera etapa se aplase. Más allá de las relaciones de cambio de tipo SME, este régimen debería, asimismo, asociar estrechamente a estos países miembros al funcionamiento del BCE (sin serles conferido un derecho a voto sobre cuestiones de política monetaria interna) y hacerles beneficiarios del conjunto de normas del Tratado relativas a la coordinación de las políticas económicas y presupuestarias.

2.2 Divergencias sobre la transición

Las divergencias sobre la transición pueden, finalmente, resumirse en dos puntos:

A) Naturaleza y funciones del Instituto Monetario Europeo.

Si todos los países acuerdan que las políticas monetarias permanezcan bajo la responsabilidad de los países miembros en el transcurso de la segunda etapa, entonces admiten también que el IME tenga desde su creación un papel central en la coordinación monetaria, en la preparación de la tercera etapa y en el desarrollo del ecu. Las tesis divergen, por tanto, acerca del «peso» institucional del IME y de la posibilidad de dotarle de ciertas atribuciones. Así, la primera preocupación de ciertos países (y en particular de Alemania) es que la aparición de una institución comunitaria reduzca su soberanía efectiva y la credibilidad de su banco central antes de la tercera etapa. Estos países son reticentes a que esta institución configure, desde su creación, al BCE, a que pueda ejercer una influencia sobre sus opciones monetarias, e incluso realizar funciones que pudieran ser interpretadas por el público o los mercados como una transferencia precoz de responsabilidades (como la tenencia y gestión de reservas de cambio por cuenta de los países miembros). Según esta óptica, el IME no se distingue del actual Comité de Gobernadores.

Por el contrario, la Comisión y algunos de los países miembros, en la perspectiva de una segunda etapa corta, de preparación intensiva para la unión monetaria, son partidarios de la creación de una institución que tenga una «personalidad» verdaderamente comunitaria (lo cual implica que su Presidente y Vicepresidente sean nombrados al margen del grupo de los doce gobernadores), prefigure bien en su funcionamiento al BCE, tenga voz sobre las políticas monetarias nacionales, y disponga de un poder suficiente para guiar y, llegado el caso, imponer los cambios necesarios para el acceso a la tercera etapa (armonización de los agregados y de los instrumentos, preparación de signos monetarios en ecus...).

B) Definición y papel del ecu.

El plan británico de un ecu-fuerte abstracto circulando paralelamente a las monedas nacionales y administrado por una institución independiente ha tenido la virtud de provocar la discusión sobre el refuerzo del ecu, aun cuando el plan en sí no haya sido jamás mantenido como tal por otros estados miembros. El debate se reduce, hoy en día, a las modalidades de refuerzo de esta moneda en el curso de la segunda etapa.

Algunos países (Alemania y España) han propuesto la fórmula de un ecu-cesta «fuerte»; es decir, que no pueda ser devaluado respecto de ninguna de las monedas del sistema en caso de realineamiento en la segunda etapa. Las principales objeciones a esta propuesta son:

1) Que trastocaría las reglas del juego actual —a lo que la mayoría de los operadores del mercado se oponen hoy día— y aumentaría los riesgos y los costes de su utilización.

2) Que desconectaría los tipos de interés y los tipos de cambio efectivos del ecu de sus tipos de cambio teóricos. El ecu se convertiría entonces, *de facto*, en una moneda abstracta que debería estar administrada, en cualquier caso, por el IME según unos criterios específicos, lo que proponen los españoles pero rechazan, precisamente, los alemanes. Hay que señalar que España ha abandonado esta propuesta tras dar por sentado que el IME no podrá hacerlo.

La Comisión, con el apoyo de la mayoría de los países, ha propuesto fijar definitivamente la composición del ecu (actualmente revisada cada cinco años), lo que presentaría varias ventajas: además de un refuerzo tendencial del ecu, ligado al aumento de los pesos relativos de las monedas más fuertes, esta propuesta ayudaría a disminuir la incertidumbre en cuanto a la composición de la cesta y favorecería así su utilización. Además, señala que la necesidad de mejorar la convergencia, fundamento del acceso a la tercera etapa, tendrá como consecuencia un refuerzo natural del ecu. En el

momento en que se añadan dos o tres países a los siete actualmente convergentes, el ecu pasará a ser una moneda suficientemente fuerte sin que haya sido necesario cambiar su definición.

Esta propuesta se inscribe en una política global encaminada a favorecer el desarrollo del ecu en la perspectiva del paso a la moneda única, y se basa en algo ya existente: el éxito del ecu en los mercados financieros.

Convendría también, durante la transición, desarrollar el papel del ecu en las transacciones, con el fin de familiarizar progresivamente a las empresas, administraciones y ciudadanos con la futura moneda única. Este desarrollo incluye el levantamiento de obstáculos en la utilización del ecu, la creación de redes de pago en ecus (pudiendo el presupuesto comunitario jugar un papel importante en este campo), la formación y la información. La Comisión presentará próximamente unas proposiciones sobre estos diferentes aspectos a los estados miembros.

NOTA

(*) Título original: «L'UEM: enjeux, conditions et état du projet». Traducción de Beatriz Sierra, revisada por la Redacción de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DEL ECU

En 1990, con un volumen de alrededor de 300.000 millones, incluidos todos los instrumentos, ha continuado en los mercados del ecu un aumento ininterrumpido desde 1987. Este dinamismo se muestra tanto en las tasas de crecimiento de la utilización de los diferentes instrumentos, y en el aumento de su participación en el mercado mundial, como en la diversificación geográfica de los agentes que lo utilizan y en la variedad de usos del ecu: instrumento financiero, de compensación, de transacción y de referencia para la política de cambios de países terceros (Suecia, Finlandia, Noruega).

El primer semestre del año 1991 muestra que, según los datos conocidos, el aumento del uso financiero se ha acelerado aún más: se han emitido 20.000 millones en obligaciones; es decir, cerca de dos tercios del total de las emisiones en el año 1990; el volumen de negocio mensual en ecus en los mercados secundarios ha sobrepasado los 70.000 millones de ecus, frente a 30.000 millones, de media, en el tercer trimestre de 1990.

EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DEL ECU

	1990 (miles de millones de ecus)	Tasas de crecimiento (en porcentaje)		
		1988	1989	1990
Obligaciones internacionales pendientes	62	26,9	22,0	25,2
Obligaciones nacionales.	35	322,0	12,9	23,7
Préstamos bancarios internacionales pendientes (sept. 1990)	142	19,5	23,9	14,8
Mercados a corto (*)	40-50	—	—	—
Otros (transacciones) (*).	15-20	—	—	—
Total (aproximado)	(300)			

(*) Teniendo en cuenta la ausencia de un recuento sistemático de las transacciones efectuadas en ecus, así como todos los instrumentos a corto utilizados por las empresas (bonos de tesorería, certificados de depósito, *euro commercial papers*, *euro medium term notes*), las cifras indicadas no constituyen más que una estimación mínima.

Fuente: Servicios de la Comisión, Pitagora.

¿CUALES SON LOS OBJETIVOS DE LA POLITICA MONETARIA EN EL MARCO DE LA UNIFICACION EUROPEA? (*)

Jean-Claude CHOURAQUI (**)

INTRODUCCION

Una de las primeras manifestaciones de la implantación de la unión económica y monetaria (UEM) en la Comunidad Europea es el *incremento en la coordinación de las políticas monetarias de los países miembros*. Más allá de los aspectos institucionales que reviste este fenómeno —cuya expresión más significativa es, en la actualidad, el proyecto de normativa de Banco Central Europeo—, se plantea el problema de la formulación de la política monetaria o, lo que es lo mismo, de seleccionar los objetivos que se le asignarán. ¿Deben las autoridades monetarias centrarse *colectivamente* en alcanzar unos objetivos públicos cualesquiera, como ocurre en ciertos países de la Comunidad? En caso afirmativo, ¿qué variables se seleccionarán como objetivos y de acuerdo con qué criterios? y ¿cómo garantizar la correlación entre los diversos objetivos nacionales? Estas son las principales dudas que a continuación analizamos.

Antes de entrar en el tema, se impone realizar un par de observaciones:

- En primer lugar, la noción de objetivos de la política monetaria tiene hoy mayor importancia que la basada tradicionalmente en las variables llamadas «intermedias» (a través de las cuales se supone que se transmiten los efectos de la política monetaria, pero sobre las que las autoridades sólo pueden ejercer un control indirecto) (1). De hecho, como se pondrá de relieve más adelante, el proceso de liberalización financiera hace que resulte cada vez más problemática la formulación de objetivos intermedios en términos de masa monetaria o de crédito bancario. Por contra, variables directamente controlables por las autoridades monetarias (como la base monetaria o la liquidez bancaria) pueden también convertirse en objetivos explícitos de la política monetaria, lo mismo que determinados objetivos finales (como el crecimiento del producto nominal o la tasa de inflación).

- En segundo lugar, el problema de la formulación de la política monetaria a escala europea y, en términos más generales, de la coordinación de las políticas monetarias se plantea de modo diferente según se sitúe en las fases 1, 2 ó 3 del proceso de unificación monetaria para emprender el despegue preconizado por el *Informe Delors* (2). En el posterior análisis, nos limitaremos a identificar el modo de formular la política monetaria durante las fases 1 y 2 de la unión monetaria. Estas dos primeras fases parecen, en efecto, cruciales para garantizar la «convergencia» de las economías involucradas, especialmente en materia de inflación, antes de proceder a adoptar una política monetaria común y una moneda única durante la tercera y última fase.

¿ES PRECISO ASIGNAR PUBLICAMENTE OBJETIVOS CUANTITATIVOS A LA POLITICA MONETARIA?

A juzgar por el consenso existente, tanto en el plano de las instituciones oficiales como entre los economistas, en relación con el papel del futuro Banco Central Europeo, son muchos los que están de acuerdo en que el objetivo esencial de la política monetaria dentro de la UEM deberá consistir en *asegurar la estabilidad de los precios* (3). Hay una explicación para ello, heredada de la experiencia de los años ochenta: dada la considerable importancia que revisten en nuestros días las previsiones de los agentes económicos, que son, con mucho, los mejor informados, las autoridades monetarias deberían centrar sus prioridades en «afianzar» tales previsiones (con una baja tasa de inflación) más que en tratar de corregir sistemáticamente la inestabilidad coyuntural de la producción y el empleo. La experiencia del pasado demuestra, en efecto, que, al quererse utilizar frecuentemente la política monetaria como instrumento de ajuste de la actividad económica a corto plazo, surge el riesgo, a la larga, de llegar a resultados opuestos a los busca-

dos. El hecho es que, en este sentido, las autoridades monetarias de Europa y de otros lugares han tendido habitualmente a reaccionar de manera excesivamente tardía y limitada ante la aceleración de la inflación.

Dicho esto, considerar que el objetivo prioritario de las autoridades monetarias debe consistir en mantener la estabilidad de los precios lleva, naturalmente, a preguntarse sobre el *modo de alcanzar dicho objetivo*. ¿Es preciso, para lograrlo, que dichas autoridades se planteen objetivos específicos en términos de crecimiento de la masa monetaria o de otras variables susceptibles de servir de guía a la hora de poner en práctica su política? Algunos economistas sostienen que una política monetaria llevada de modo discrecional, y, por tanto, carente de puntos de referencia, podría resultar incompatible con el mantenimiento de la estabilidad de los precios (4). Esta opinión parte del hecho constatado de que, a partir del momento en que se contiene la inflación, las autoridades monetarias sienten la tentación de flexibilizar su política para mantener el aumento de la actividad y del empleo. En este supuesto, no cabe más que una de dos cosas: o bien el banco central tiene credibilidad suficiente a los ojos del público como para procurar que la relajación de la política monetaria así practicada no dé lugar a previsiones inflacionistas (lo que equivale a decir que, a la vista de las anteriores experiencias, se supondrá que las autoridades monetarias no permitirán que aumente la inflación), o bien, por el contrario, se le imputará al banco central una actitud de excesiva relajación, en cuyo caso se planteará el enorme riesgo de que los agentes económicos prevean una nueva escalada inflacionista.

De todo ello surge la necesidad de que las autoridades monetarias se forjen una fuerte credibilidad en su lucha contra la inflación, lo cual les permitirá aparecer permanentemente como garantes de la estabilidad de los precios. Pero ¿cómo adquirir esa credibilidad si no es a través del respeto a unos objetivos cuantitativos anunciados con antelación? Este tipo de fórmula presenta una doble ventaja para las autoridades monetarias: por una parte, les permite dar a conocer públicamente sus intenciones de influir en las previsiones inflacionistas y, por otra, les permite reaccionar con mayor rapidez ante cualquier signo precursor de una aceleración en el alza de los precios, en caso de superarse los objetivos fijados. Además, supone un punto de referencia a partir del cual se podrá evaluar el rendimiento del banco central, de modo concreto y año tras año. En ausencia de tal punto de referencia, las autoridades monetarias se expondrían a que se les

considerara responsables de las consecuencias (distintas de la inflación) que no estuvieran en condiciones de controlar realmente.

Sin embargo, explotar estas ventajas supone la *posibilidad de identificar una variable adecuada* que pueda servir de objetivo cuantitativo y asegurar que, salvo en el caso de que surgieran circunstancias imprevistas, se podrá respetar el citado objetivo. La tarea no es sencilla, como explicamos a continuación.

¿QUE VARIABLES SELECCIONAR COMO OBJETIVOS?

Si el seguimiento de un cierto número de variables como indicadores de la evolución económica y financiera resulta indispensable para orientar la acción del banco central, la utilización de una cualquiera de dichas variables para asignar objetivos cuantitativos a la política monetaria resulta más aleatoria. Esto supone que la variable que sirva de base al objetivo: *a)* sea fácilmente controlable por las autoridades monetarias, y *b)* se encuentre estrechamente relacionada, de manera estable y previsible, con los objetivos finales en términos de crecimiento de la actividad y la inflación. Ahora bien, *no existe en la práctica ninguna variable que pueda ser controlada perfectamente*, ni siquiera durante el año que generalmente sirve de marco temporal a la política monetaria. Por ello, sería difícil identificar una variable que muestre, a través del tiempo, una relación estable con el producto nominal o con los precios. Y, aun suponiendo que tal relación existiera, el hecho de querer explotarla operativamente para formular objetivos precisos podría dar lugar a comportamientos que, a fin de cuentas, la convertirían en inoperante para la puesta en práctica de la política monetaria (5).

Dicho de otro modo, desde el momento en que se decida la formulación de objetivos cuantitativos sobre la base de una variable determinada, se debe esperar que tales objetivos no siempre se respeten, ya sea porque la variable en cuestión no resulte perfectamente controlable o porque su evolución resulte difícilmente previsible. Sin embargo, mientras ese tipo de inconvenientes parezca carecer de importancia en relación con las ventajas que depare el anuncio de objetivos cuantitativos —como los citados anteriormente—, el banco central tendrá interés en tratar de afirmar su credibilidad de ese modo.

Partiendo del doble criterio, ya mencionado, del «control» y la «estabilidad», parece obligado reco-

nocer que la formulación de objetivos de crecimiento monetario, tal y como se practica en algunos países, carece del atractivo que tenía hace unos años. La razón esencial es que, como consecuencia del proceso de innovación financiera y de la desregulación de los mercados de capitales, resulta más difícil interpretar la evolución de la masa monetaria. La sustitución entre las diversas clases de activos financieros ha aumentado considerablemente, lo que ha supuesto distorsiones en la composición de los elementos que constituyen la masa monetaria. Además, la relación entre masa monetaria y producto nominal resulta cada vez más inestable, lo que se traduce en movimientos imprevistos en la velocidad de circulación del dinero. Por eso, la utilización de la masa monetaria como objetivo preciso de la política a seguir parece más aleatoria, y en varias ocasiones los bancos centrales han debido apartarse de los objetivos que ellos mismos se habían fijado previamente.

Evidentemente, queda el problema de saber si el proceso de liberalización financiera afectará, no obstante, a la masa monetaria —cualquiera que sea su definición— hasta el punto de que *resulte inadecuada para la formulación de objetivos cuantitativos*. Es difícil creer que se llegue a dar ese caso, incluyendo a países (como Alemania) hasta hoy poco afectados por la oleada de innovaciones financieras. En efecto, a juzgar por los ejemplos de Estados Unidos, Canadá y Reino Unido, la capacidad de innovación del sistema financiero ha resultado impresionante durante estos últimos años, y no cabe duda de que tal capacidad se difundirá por Europa una vez que hayan quedado abolidas ciertas normas o prácticas de cara al mercado único de 1992.

Por consiguiente, todo hace pensar que si, en el marco de la UEM, los bancos centrales optan por fijar objetivos explícitos de crecimiento monetario, deberán asumir el riesgo de tener que rebasarlos de vez en cuando. Riesgo éste tanto más probable cuanto que, simultáneamente, estarán obligados a estabilizar los tipos de cambio de sus respectivas monedas dentro de unos límites aún más estrechos y, por consiguiente, deberán intervenir frecuentemente en los mercados cambiarios. Salvo que sean esterilizadas y resulten entonces poco eficaces (6), estas intervenciones podrán necesitar, en efecto, que las autoridades monetarias se aparten, de forma más o menos duradera, de sus objetivos. En esta eventualidad, las autoridades deberán convencer a los mercados, y al público en general, de que el hecho de que rebasen los objetivos establecidos no afectará a la evolución de los pre-

cios. Si no es así, y se produce una escalada inflacionista, perderían toda su credibilidad.

Para superar este tipo de dificultades, ¿con qué alternativas cuentan los bancos centrales para comunicar sus intenciones a los mercados, y al público en general, a fin de asegurar la estabilidad de los precios? Entre todas las que podríamos contemplar (7), hay dos que merecen nuestra atención en el contexto de la UEM: el respeto a los objetivos de tipos de cambio nominales inherentes a la unión monetaria y la adopción de un objetivo común de tasa de inflación. A continuación, exponemos brevemente las ventajas y los límites de ambas fórmulas, que no son, necesariamente, excluyentes.

Objetivos de tipos de cambio nominales

Teniendo en cuenta la finalidad de la UEM —determinación irrevocable de las paridades—, orientar la política monetaria en función de tal objetivo sería, por así decirlo, completamente natural. Esto implicaría que las autoridades monetarias de los países afectados se alinearan con la tasa de inflación del país cuya moneda sirviera en ese momento de referencia —actualmente, Alemania— o con la tasa de inflación más baja de las existentes en la Comunidad (8). Desde ese punto de vista, la situación no sería muy diferente de la que subyace en los mecanismos del SME, que necesitan —por parte de los países miembros— una estabilización de los tipos de cambio dentro de límites estrechos y la subordinación de la política monetaria a esta exigencia.

A juzgar por la experiencia del SME, parece innegable que el hecho de centrar la dirección de la política monetaria en torno a la estabilidad del tipo de cambio ofrece una doble ventaja, ya que permite: a) contribuir a contener el alza de precios en la medida en que el «país de referencia» cuente tradicionalmente con una baja tasa de inflación, y b) limitar las fluctuaciones de los tipos de cambio reales y, por consiguiente, evitar que ciertas modificaciones repentinas de la competitividad de la economía (a consecuencia de una apreciación o depreciación del tipo de cambio real) den lugar a una mala asignación de los recursos. Además, conviene añadir que, por ser fácil e instantáneamente observable, el tipo de cambio no está expuesto a los problemas de interpretación que plantea la evolución de los agregados monetarios en el entorno financiero actual.

Como contrapartida, el respeto a un objetivo de tipo de cambio implica que el banco central siga los movimientos de los tipos de interés vigentes en el país de referencia y, por tanto, que se pierda

parte de la autonomía de la política monetaria nacional. En la perspectiva de la UEM, esta pérdida no parece ser necesariamente perjudicial, ya que ofrece la posibilidad de importar una tasa de inflación relativamente baja, contribuyendo así a la convergencia de las actuaciones de las distintas economías implicadas. Sin embargo, pueden surgir inconvenientes si la evolución de las tasas de interés y de la masa monetaria en el país de referencia se ve afectada por choques exógenos. En tal caso, el deseo de adaptarse a un objetivo de tipo de cambio provocará ajustes inadecuados para la política monetaria nacional.

Las consecuencias de la reunificación alemana constituyen, en cierto aspecto, un buen ejemplo de este fenómeno: como resultado de las presiones inflacionistas y del consiguiente fortalecimiento de la política monetaria en Alemania, varios países miembros del SME se vieron obligados a elevar sus tipos de interés, siguiendo el ejemplo alemán —o, al menos, a mantenerlos inalterados cuando deseaban bajarlos—, para conservar la estabilidad del tipo de cambio de sus monedas con respecto al marco alemán. Ahora bien, esta reacción forzada pareció injustificada en relación con las necesidades económicas internas de dichos países, hasta el punto de que algunos han visto en ella un nuevo ejemplo de «sesgo deflacionista» debido a la asimetría de los mecanismos del SME.

El hecho es que todo sistema de tipos de cambio fijos implica una cierta dosis de asimetría: en efecto, en un sistema de ese tipo, hay un país, por lo menos, que desempeña un papel primordial en la determinación de la tasa de inflación y, por consiguiente, impone a los otros las repercusiones de sus decisiones sobre política monetaria en función de su propio ritmo de alza de precios. Mientras dicho país sea un modelo de lucha contra la inflación —como ha sido el caso de Alemania hasta el presente— este tipo de asimetría será, en el fondo, beneficiosa como factor de disciplina para unos países vinculados por la obligación de mantener sus tipos de cambio (9). Desde ese punto de vista, conseguir que la asimetría no resulte insoportable, hasta el punto de que vaya en contra de las prerrogativas internas de ciertos gobiernos, supone que ha de haber un acuerdo sobre el objetivo de inflación. Lo que nos lleva a preguntarnos sobre la oportunidad de combinar el compromiso de estabilidad del tipo de cambio con un objetivo conjunto de tasa de inflación que trataría de facilitar el mantenimiento de las vigentes paridades monetarias, con la finalidad, claramente comunicada por las autoridades, de controlar la evolución de los precios hasta un determinado nivel.

Objetivo conjunto de tasa de inflación

Esta fórmula, basada en el respeto a un ritmo explícito de alza de precios durante un período determinado, presenta una doble ventaja (10):

- contribuye a favorecer la evolución de los costes y de los precios en las decisiones de política monetaria y, por ello, ofrece además la seguridad de que se mantendrá la estabilidad de los precios;

- obliga a las autoridades monetarias a prever las presiones que puedan producirse sobre los precios y a reaccionar más rápidamente ante una eventual aceleración de la inflación.

En la práctica, este enfoque supone el seguimiento de una serie de indicadores nominales (precios, salarios, masa monetaria, tipo de cambio, curva de rendimientos, etc.) que pueden proporcionar información sobre las tendencias subyacentes de la inflación. El inconveniente es, evidentemente, que todos esos indicadores pueden, a veces, proporcionar señales contradictorias e inducir a error a las autoridades monetarias. Además, a fuerza de observar simultáneamente toda una serie de variables, se corre el riesgo de modificaciones frecuentes —y, por tanto, desestabilizadoras— de la política monetaria con el pretexto de tener que reaccionar constantemente ante nuevos datos.

Por último, y aunque esto no es necesariamente un inconveniente, el banco central debe ser lo suficientemente autónomo frente al gobierno como para tomar las medidas necesarias para contener el alza de precios dentro de los límites del objetivo inicialmente fijado. De no ser así, por ejemplo en el caso de una política presupuestaria expansionista, el banco central se expondría a tener que tolerar un ritmo de inflación superior al considerado como deseable para la economía. En este caso, comprometería su credibilidad, y es posible que esta pérdida de credibilidad resultase mucho más importante que el simple desbordamiento de un objetivo de crecimiento monetario. Por consiguiente, la eficacia de una política monetaria centrada en el anuncio de un objetivo explícito de tasa de inflación implica, de un modo u otro, una relativa independencia del banco central en la dirección de dicha política.

Suponiendo que esta última condición se cumpliera en el marco de la UEM (de hecho, todo hace creer que así ocurrirá, más o menos), ¿qué umbral de tasa de inflación deberán tratar de establecer públicamente las autoridades monetarias? Para que tenga sentido la búsqueda de una estabilidad en los precios, es preciso que aquélla no consista en aspirar a una tasa media de inflación para la

zona monetaria europea. Contentarse con un objetivo de este tipo significaría no sólo un retroceso con respecto a los resultados logrados bajo el SME, sino también el abandono de la disciplina impuesta por el Bundesbank en la dirección de las políticas monetarias. Por lo tanto, las autoridades monetarias deben tratar de alinearse con la tasa de inflación más baja de la zona, tasa que —a medio plazo— debería estar lo más cerca posible de cero.

En *resumen*, se puede prever que las políticas monetarias seguirán el camino siguiente durante la fase de transición a la UEM:

— atenerse a los objetivos declarados de tipos de cambio, con el corolario del ajuste de la política monetaria nacional a la del país de referencia (por el momento, Alemania), o a la de un grupo de países que gocen de una fuerte reputación antiinflacionista;

— fortalecer, si fuera necesario, la influencia de la política monetaria sobre las previsiones antiinflacionistas anunciando un objetivo común de tasa de inflación, a condición de que el banco central tenga la autoridad necesaria —frente al gobierno— para hacer que se respete dicho objetivo y defender su credibilidad. Otra posibilidad consistiría en formular conjuntamente objetivos de crecimiento monetario, pero en este caso los riesgos de rebasarlos (y, por tanto, de perder credibilidad) serían inevitables, debido a la extensión del proceso de liberalización financiera y a la necesidad de estabilizar los tipos de cambio.

Cualquiera que sea la fórmula elegida, queda por asegurar que los objetivos establecidos en cada uno de los países sean compatibles entre sí. Ahora bien, como veremos más adelante, el grado de compatibilidad entre los diversos objetivos nacionales no es independiente de la naturaleza de las variables seleccionadas para servir de soporte a dichos objetivos.

¿COMO ASEGURAR LA COMPATIBILIDAD DE LOS OBJETIVOS NACIONALES?

Admitiendo que en el marco de la UEM los bancos centrales se limiten a dirigir sus propias políticas en función de los objetivos de estabilidad del tipo de cambio, la coherencia de dichas políticas estaría garantizada por el solo hecho de su alineamiento con la política monetaria alemana. Como ya destacábamos anteriormente, Alemania tendría la responsabilidad de fijar la tasa de inflación para

el conjunto de la zona monetaria. En la práctica, esto significa que los tipos de cambio serían el vector por medio del cual podría controlarse el alza de precios en cada uno de los países de la zona. Sólo Alemania tendría, si llegara el caso, la posibilidad de establecer otro objetivo distinto de los tipos de cambio para guiar su política monetaria, objetivo que —como es el caso actualmente— podría ser un agregado de masa monetaria, a condición de que resultara estrechamente controlable por el Bundesbank.

Este esquema se aproxima ya mucho al comportamiento de países como Bélgica y Holanda dentro del SME. Su generalización implicaría que Alemania continuaría siendo el referente desde el punto de vista de la lucha contra la inflación. Sin embargo, aunque así fuera, nada indica que todos los países estarían dispuestos a dejar en manos del Bundesbank la dirección de sus políticas monetarias. En este supuesto, a la espera de que se cree una autoridad monetaria única y de que ésta se halle en condiciones de definir una política común, los bancos centrales deberían ponerse de acuerdo sobre una tasa de inflación que les sirviese de base.

Alternativamente, en el supuesto de que los bancos centrales, dentro del marco de la UEM, prefirieran anunciar conjuntamente unos objetivos de crecimiento monetario, el ejercicio de compatibilidad sería de naturaleza totalmente distinta (11). Los objetivos no sólo deberían satisfacer los criterios de «control» y «estabilidad» citados anteriormente, sino que tendrían también que cumplir tres condiciones para asegurar su coherencia:

— las variables monetarias seleccionadas deberían ser tan poco sensibles como fuera posible a la sustitución de activos financieros generada por la desregulación de los mercados de capitales. Esto llevaría a favorecer agregados de base monetaria o de masa monetaria en sentido amplio, con preferencia sobre conceptos de masa monetaria en sentido estricto;

— los agregados seleccionados deberían ser estadísticamente comparables, lo que equivale a decir que su composición debería ser relativamente homogénea;

— los tipos únicos u horquillas de crecimiento fijados para esos agregados deberían reflejar una meta común en materia de inflación.

De estas tres condiciones, es evidente que la tercera es la más crucial, en la medida en que condiciona el alcance de todo ejercicio de coherencia entre objetivos monetarios. En efecto, de nada serviría formular conjuntamente objetivos para un

agregado monetario determinado si no expresaran una voluntad común de converger hacia una misma tasa de inflación.

Se ve, pues, que, en todos los casos imaginables, una mayor coordinación de las políticas monetarias durante las dos primeras fases de la UEM pasa por la definición, de una u otra forma, de una norma común en materia de inflación. El que esta norma sea objeto de objetivos explícitos por parte de las autoridades monetarias o que sirva de base a objetivos de crecimiento monetario o de tipos de cambio es algo meramente circunstancial. Lo que importa es no perder de vista que la reputación de los bancos centrales comprometidos en el proceso de unificación monetaria europea, y el buen desarrollo de dicho proceso, dependerán, en gran medida, de su capacidad para controlar realmente la inflación.

CONCLUSIONES

El objeto de este trabajo consistía en plantear cuestiones sobre la naturaleza de los objetivos susceptibles de guiar la acción de los bancos centrales europeos durante la fase de transición hacia la unión monetaria. Del análisis precedente se pueden extraer tres conclusiones:

- Por una parte, la constatación de que el mantenimiento de tipos de cambio estables en el interior de la unión será prioritario en la dirección de las políticas monetarias nacionales, de donde se deduce la necesidad de que dichas políticas sigan la evolución de los tipos de interés vigentes en el país, o grupo de países, que sirva de referencia en materia de inflación.
- Por otra parte, la idea de que los socios de la unión (y en especial el país o los países de referencia) podrían, eventualmente, fijarse un objetivo explícito suplementario distinto del tipo de cambio, a fin de fortalecer su influencia sobre las previsiones inflacionistas. Este objetivo podría ser la propia tasa de inflación, a condición de que el banco central tuviera la independencia necesaria para hacerlo respetar. Podría ser también el crecimiento de un agregado monetaria cualquiera, admitiendo que fuera controlable por las autoridades y que, por tanto, su evolución no se viera perturbada ni por el proceso de liberalización financiera ni por las intervenciones oficiales en los mercados de cambios.
- Por último, la opinión de que, para asegurar la coherencia de sus políticas, las autoridades monetarias deberían ponerse de acuerdo sobre una meta común en materia de inflación.

En suma, el hecho de que se deba favorecer el objetivo del tipo de cambio dará lugar a que la mayoría de los países miembros de la unión simplifiquen la formulación de sus políticas monetarias y reduzcan su autonomía, al menos durante la fase de transición. Parece, pues, poco probable que se produzca automáticamente una mayor coordinación de las políticas monetarias por medio de una postura «colegiada» en las decisiones de los bancos centrales que permitiera influir en las decisiones de la política alemana. En el mejor de los casos, esta postura colegiada podrá favorecer progresivamente la creación de un consenso sobre las tasas de inflación, que las autoridades monetarias se comprometerán a alcanzar colectivamente. Sin embargo, no podrá tratarse de una tasa de inflación media o mediocre, ya que se desnaturalizaría el alcance de la coordinación, sino de una meta lo más próxima posible a cero teniendo en cuenta las circunstancias económicas internas y externas.

Después de la fase de transición, el problema de la formulación de la política monetaria dentro de la unión se planteará bajo una perspectiva un poco diferente. Ante la existencia de una política única, definida y ejecutada por una autoridad única (el Banco Central Europeo), la selección de objetivos dependerá, básicamente, del régimen de cambios que se adopte con respecto a las monedas de terceros países. Si la moneda europea, cualquiera que sea ésta, está destinada a flotar en relación con las principales divisas, que son el dólar y el yen (como ocurre con el marco alemán, en tanto que moneda de referencia dentro del SME), la nueva autoridad monetaria gozará de la misma libertad que el Bundesbank para decidir los objetivos que asignará a su política. Sin embargo, nada indica que dichos objetivos sean los mismos que los que hoy día se marcan las autoridades monetarias alemanas. Uno de los argumentos avanzados anteriormente es, en efecto, el de que la generalización del proceso de liberalización financiera en Europa hará que resulte más difícil el respeto de los objetivos en términos de masa monetaria. Por consiguiente, el hecho de que la «constitución» del Banco Central Europeo se calque sobre el modelo del Bundesbank no significa necesariamente que la política monetaria de la unión sea, en su formulación, una simple repetición de la política monetaria que se practica en Alemania.

NOTAS

(*) Título original: «Quels objectifs pour la politique monétaire dans le cadre de l'unification européenne?». Traducción de DIORKI, revisada por la Redacción de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(**) Este artículo es fruto de un trabajo realizado en el Instituto Universitario Europeo de Florencia, donde ha colaborado el autor como profesor externo. La responsabilidad por las opiniones en él expresadas corresponde exclusivamente al autor, y éstas no reflejan necesariamente las de la Secretaría de la OCDE ni las de los países miembros de esta organización.

(1) Este argumento ha sido desarrollado especialmente por DAVIS (1990) en la introducción al texto completo de este estudio. Véase también KOHN (1990).

(2) *Informe sobre la Unión Económica y Monetaria en la Comunidad Europea*, abril de 1989.

(3) El proyecto de normativa del «Sistema Europeo de Bancos Centrales», preparado (en noviembre de 1990) por el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la Comunidad Europea, prevé explícitamente que el objetivo prioritario de esta institución será el mantenimiento de la estabilidad de los precios.

(4) Véanse, en particular, KYDLAND y PRESCOTT (1977), así como ENGLANDER (1990).

(5) Esta tesis está representada por lo que se suele llamar «Ley de Goodhart» (el nombre del autor que la popularizó). Estipula que el anuncio de objetivos de crecimiento monetario ha contribuido, en cierta medida, a la inestabilidad de la demanda de dinero para el agregado que sirve de base a los objetivos. Véase GOODHART (1989).

(6) Esta es, en cualquier caso, la conclusión del INFORME JURGENSEN (1983) sobre el grado de eficacia de las intervenciones oficiales para estabilizar los tipos de cambio. Este argumento ha sido retomado por FRENKEL y GOLDSTEIN (1990).

(7) Se puede encontrar un análisis detallado de las diversas opciones que pueden utilizarse para formular la política monetaria en ATKINSON y CHOURAQUI (1985). Véase también, sobre el mismo tema, CHOURAQUI (1990).

(8) Este segundo enfoque se encuentra en la propuesta británica de un «ecu fuerte», presentada como alternativa a las recomendaciones del *Informe Delors* sobre las fases 2 y 3 de la unión monetaria. Una propuesta de este tipo, que prevé la creación del Fondo Monetario Europeo, encargado de emitir y controlar una moneda «común» (el ecu fuerte), implica que tal Fondo debería, en todo momento, ajustar su política monetaria en función de la orientación más restrictiva vigente en el interior de la zona. Véase GRICE (1990).

(9) Esta es la posición que sostiene RAYMOND (1990). Véase también BANK OF ENGLAND (1991).

(10) Para más detalles, véanse FREEDMAN (1989) y SELODY (1990).

(11) Como apunta BORDES (1990), tal armonización de agregados monetarios no sería fácil de realizar.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ATKINSON, P., y CHOURAQUI, J. C. (1985), «The formulation of monetary policy: a re-assessment in the light of recent experience», OCDE, *Department of Economics and Statistics Working Papers*, núm. 32, marzo.
- BANK OF ENGLAND (1991), «The ERM: a review of the academic literature», *Quarterly Bulletin*, febrero.
- BORDES, C. (1990), «L'objectif de stabilité monétaire et sa mise en oeuvre», publicado en *Vers l'union économique et monétaire européenne*, La Documentation Française.
- CHOURAQUI, J. C. (1990), «Comment formuler la politique monétaire: les enseignements de l'expérience récente», *Revue Française d'Economie*, núm. 4, otoño.
- DAVIS, R. (1990), *Intermediate targets and indicators for monetary policy: a critical survey*, Federal Reserve Bank of New York.
- ENGLANDER, S. (1990), «Optimal monetary policy design: rules vs. discretion again», publicado en *Intermediate targets and indicators for monetary policy: a critical survey*, obra citada en DAVIS (1990).
- FREEDMAN, C. (1989), «Monetary policy in the 1990s: lessons and challenges», publicado en *Monetary policy issues in the 1990s*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- FRENKEL, J., y GOLDSTEIN, M. (1990), «Monetary policy in an emerging European and Monetary Union: key issues», publicado en *Vers l'union économique et monétaire européenne*, obra citada en BORDES (1990).
- GOODHART, C. (1989), *Monetary policy: theory and practice*, MacMillan.
- GRICE, J. (1990), «The UK proposals for an European Monetary Fund and a hard ecu: making progress towards Economic and Monetary Union in Europe», *Treasury Bulletin*, Reino Unido.
- JURGENSEN, P. (1983), «Report of the Working Group on Exchange Market Intervention».
- KOHN, D. (1990), «Making monetary policy», publicado en *Monetary policy and market operation*, Reserve Bank of Australia.
- KYDLAND, F., y PRESCOTT, E. (1977), «Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans», *Journal of Political Economy*, junio.
- RAYMOND, R. (1990), «La conduite d'une politique monétaire nationale au sein d'une zone monétaire», *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, núm. 37.
- SELODY, J. (1990), «The goal of price stability», *Bank of Canada, Technical Report*, núm. 54.

REPERCUSIONES INTERNACIONALES DE UNA UNIÓN MONETARIA EUROPEA (*)

Richard N. COOPER

INTRODUCCION

La formación de una unión monetaria europea (UME), si llega a producirse, será un hito trascendental en la historia monetaria. Doce países independientes y soberanos adoptarán, si no en la forma sí en cuanto a los efectos, una moneda común. Ese paso no carece de precedentes. Actualmente, existen dos uniones monetarias entre países soberanos: la Unión Monetaria de África Occidental y la Unión Monetaria del África Central, con seis y siete miembros respectivamente. Pero en su formación fueron decisivos los deseos de Francia, la antigua potencia colonial, en el momento de la independencia, y Francia sigue ejerciendo alguna influencia sobre su gestión. Existen también las uniones monetarias de Bélgica y Luxemburgo, y de Suiza y Liechtenstein, que son uniones formadas por un país grande y otro pequeño (1). En el siglo XIX, existieron la Unión Monetaria Latina, formada por Bélgica, Francia, Italia y Suiza, con una acuñación estándar de gran circulación, y la Unión Monetaria Escandinava (1873-1915), con la circulación en toda la unión de billetes de banco convertibles en oro; ninguna de las dos pudo sobrevivir a las tensiones de la primera guerra mundial. La Unión Monetaria del África Oriental existió entre Kenia, Tanzania y Uganda durante varios años después de la independencia, pero acabó desintegrándose, como casi todas las instituciones comunes creadas entre esos tres países (2).

La UME estaría formada por grandes países industriales, en un mundo en el que la política monetaria se considera instrumento fundamental de la gestión económica nacional. De ahí que su formación sea un acontecimiento relevante. En este artículo, vamos a considerar el posible impacto que dicho acuerdo tendría sobre el resto del mundo. La pregunta es si la UME, trascendental para Europa, tendría repercusiones significativas fuera de Europa.

Curiosamente, dos importantes documentos que podríamos calificar de «anteproyectos» de la UME —el informe del Comité Delors y la definición de lo que debería ser un banco central europeo según el Presidente del Bundesbank alemán, Karl Otto Pöhl— guardan absoluto silencio sobre la cuestión del resto del mundo (3). Caben dos hipótesis sobre esa extraña omisión. La primera sería que refleja la absorción de los europeos, últimamente, en los asuntos internos de Europa, ya de por sí bastante complicados sin complicarlos aún más con la consideración de sus relaciones con el resto del mundo (4). La segunda sería que refleja la idea de que la UME no tendría repercusiones dignas de mención sobre el resto del mundo. Cabe también pensar en una combinación de ambas hipótesis. Las consideraciones que aquí vamos a exponer prestan cierto respaldo a la segunda, al menos una vez que la UME estuviera plenamente establecida.

Toda visión del futuro ha de ser forzosamente conjetural, tanto más cuanto que todavía no sabemos nada sobre cómo haya de configurarse exactamente la proyectada unión monetaria europea. A efectos analíticos, vamos a distinguir en este estudio entre lo que serían las repercusiones en el resto del mundo de una UME *en funcionamiento* y lo que serían esas repercusiones durante el camino, largo y posiblemente arduo, desde los acuerdos actuales hasta una UME plenamente efectiva; es decir, durante el período de transición, en el cual es más probable una influencia importante en el resto del mundo.

EL CONTENIDO DE UNA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Para iniciar el análisis, es preciso aclarar cuál sería el contenido de la unión monetaria europea, y cuál el camino de su constitución. Sobre el segundo punto, el *Informe Delors* prevé tres etapas.

En la primera de ellas, se completaría el programa de eliminación de barreras económicas entre los miembros de la Comunidad Europea en 1992, se fortalecerían los mecanismos de cooperación económica y monetaria, todos los países se incorporarían al Sistema Monetario Europeo (SME) de paridades fijas y ajustables por consenso, y se eliminarían todos los impedimentos al uso privado de la unidad de cuenta europea o ecu. En la reunión del Consejo Europeo de junio de 1989, se acordó que esa etapa debía estar concluida en julio de 1990, salvo en lo relativo a la eliminación de controles sobre los movimientos de capitales financieros por parte de España, Grecia, Irlanda y Portugal.

La segunda etapa prevista en el *Informe Delors* daría comienzo una vez que hubiera entrado en vigor el nuevo tratado constitutivo de la unión monetaria. En ella, se reforzarían aún más los mecanismos de coordinación de las políticas macroeconómicas y monetarias, esto último de manera especial, mediante la creación de un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Durante esta etapa, se transferirían gradualmente las competencias de la dirección de la política monetaria de las autoridades monetarias nacionales al SEBC. Todavía se podrían modificar las paridades, pero sólo en circunstancias excepcionales.

La tercera etapa comportaría el establecimiento de paridades fijas e irrevocables entre los países miembros de la UME, que serían todos los de la Comunidad Europea, y el SEBC asumiría la plena responsabilidad de la política monetaria para toda la UME. Además, en esta fase final entrarían en vigor los distintos topes presupuestarios recomendados en el *Informe Delors*.

No se ha adoptado hasta ahora ninguna decisión política sobre la puesta en marcha de las etapas segunda y tercera, y de hecho el contenido de la segunda sigue siendo un tanto impreciso, pero se trabaja en la redacción de un tratado que sirva de marco jurídico a la UME, así como en negociaciones paralelas para robustecer la dimensión política de la Comunidad Europea.

Un sistema de paridades fijas e irrevocables —que, salvo en el nombre, sería lo mismo que una moneda común— requiere la aplicación de una política monetaria única en toda la unión, y por ende la existencia de una única autoridad monetaria, que sería la encargada de controlar el crecimiento de la base monetaria y establecer las políticas oficiales de tipos de interés y tipos de cambio (5). La existencia de una autoridad de ese carácter entre naciones soberanas plantea la importante y difícil cuestión de cómo asegurar su responsabilidad po-

lítica, aunque su actuación sea independiente de los gobiernos constituidos. Una solución, respaldada por el canciller alemán Kohl, sería hacerla responsable ante un Parlamento Europeo con mayores poderes que el actual, lo cual constituiría un paso más hacia unos Estados Unidos de Europa. Una segunda solución posible, que no implicaría avanzar en esa dirección, sería atribuir la responsabilidad de la dirección y ejecución generales de la política monetaria, aunque no los detalles de su aplicación, a un Consejo de Ministros, cuyos componentes son funcionarios políticamente responsables. Pero esta solución sería contraria a una de las condiciones establecidas por Pöhl, la de que el SEBC fuera totalmente independiente de los ministros (6). En lo que sigue, dejaremos de lado este importante punto.

Supongamos ahora que la UME esté ya instituida y asentada. Sus efectos sobre Europa serán grandes, porque ya no habrá políticas monetarias nacionales y los gobiernos no podrán ya recurrir al banco central para la financiación del déficit presupuestario, para lo cual tendrán que acudir al mercado público de capitales (7). La moneda común impulsará el desarrollo de un mercado de capitales realmente extendido a toda la Comunidad, con valores con interés emitidos por entidades públicas y privadas en estrecha competencia, y que ya no llevarán aparejado, como ahora, un riesgo de cambio.

Pero, por la misma razón, dentro de la Comunidad Europea no se dispondrá ya de la modificación de las paridades entre las monedas nacionales como instrumento de la acción pública. Las fluctuaciones de la demanda de productos nacionales se manifestarán en forma de inflación o desempleo regional, presionando al alza o a la baja sobre los salarios nominales y reales, y quizás induciendo un cierto desplazamiento de la mano de obra desde las regiones donde la demanda sea baja a aquellas otras donde sea alta, como sucede dentro de Estados Unidos, y aun dentro de cualquier otro país (8). Ni que decir tiene que, dentro de la UME, esas «regiones» podrían ser los propios estados miembros de la Comunidad.

Ahora bien, ¿cómo afectarían esos acontecimientos, importantes dentro de Europa, al resto del mundo?

LAS REPERCUSIONES EN EL RESTO DEL MUNDO DE UNA UME YA ESTABLECIDA

Vamos a hacer mención de las posibles repercusiones de la UME sobre los países no comprendi-

dos en ella bajo cinco epígrafes, relativos a: 1) los mercados de capitales y el ajuste de carteras; 2) el riesgo de cambio y los flujos comerciales; 3) el riesgo de cambio y el crecimiento; 4) el ajuste interior imperfecto, y 5) la influencia de Europa sobre la gestión monetaria mundial.

Con una moneda efectivamente común, el riesgo de cambio desaparecería dentro de Europa y, andando el tiempo, se desarrollaría, sin duda, un *mercado de capitales* paneuropeo dotado de «amplitud, profundidad y flexibilidad», según palabras de Robert Roosa. Dada la importancia de Europa en la producción y el comercio mundiales, ese mercado de capitales atraería a agentes extranjeros, tanto prestatarios como prestamistas. Algunos activos que ahora se componen de valores denominados en dólares pasarían a estar formados por valores denominados en ecus, aunque parece muy probable que también el dólar siguiera siendo importante como moneda mundial.

Al estar denominada en ecus una proporción mayor de la cartera mundial de activos líquidos, los tipos de interés reales serían en Europa algo más bajos de lo que de otro modo hubieran sido (porque los activos líquidos denominados en ecus comportarían una prima de liquidez, como ahora los denominados en dólares), y el tipo de cambio del ecu frente a otras monedas se apreciaría también un poco más. Esos dos efectos, que parece difícil cuantificar, tendrían repercusiones opuestas sobre la competitividad de los productos europeos en los mercados mundiales. Pero influirían en la estructura de la ventaja competitiva europea inclinándola del lado de los bienes intensivos en capital, frente a los no intensivos en capital, que pueden ser sustituidos por otros equivalentes producidos en otros países. El papel de los centros financieros europeos podría verse algo reforzado, aunque conviene tener en cuenta que Londres y Luxemburgo son actualmente mercados importantes de valores denominados en dólares, y un desplazamiento parcial al ecu no habría necesariamente de fortalecerlos más, porque no cabe duda de que en el sector operarían también entidades con sede en Nueva York y en otros centros financieros del mundo.

La *reducción de los costes de transacción y del riesgo de cambio* dentro de Europa, equiparable a la supresión de aranceles dentro de una unión aduanera, tendrá efectos de creación de comercio entre los miembros de la Comunidad (9). Pero, por la misma razón, tendrá también algunos efectos de desviación de comercio. Al reducirse esos costes dentro de Europa, pero no frente al resto del mundo, algunas importaciones del resto del mundo

perderán competitividad frente a los productos europeos y, en esa medida, el resto del mundo verá descender su cuota en el mercado europeo. Sobre el grado de influencia de la variabilidad de los tipos de cambio en el comercio hay pocas estimaciones empíricas, y las que hay se presentan con reservas; pero no cabe duda de que esa influencia existe, y puede ser sustancial (10).

Esos efectos de desviación de comercio serían mayores si, como resultado de la unión monetaria, aumentara la variabilidad de los tipos de cambio del ecu con monedas exteriores tales como el dólar estadounidense o el yen japonés, aumento que hay razones teóricas para prever. Según el principio de Le Chatelier (11), el bloqueo de algunos conductos de salida de un sistema de fluidos sometido a presión acrecienta la corriente en los conductos que permanecen abiertos. Por analogía, en un sistema económico sujeto a perturbaciones de determinada magnitud, la inmovilidad de algunas variables (como sería la que resultase, por ejemplo, de la fijación de las paridades interiores dentro de Europa) se traduciría en un mayor movimiento de las variables que siguieran siendo móviles (como serían, por ejemplo, los precios interiores y el empleo, en mayor o menor medida, pero también los tipos de cambio con el exterior). Cabría esperar, según esto, un aumento de la variabilidad de los tipos de cambio exteriores, que lógicamente vendría a reforzar la desviación de comercio ya mencionada.

Pero la condición «sujeto a perturbaciones de determinada magnitud» es crucial. ¿Influyen los acuerdos cambiarios en el carácter y magnitud de las perturbaciones subyacentes a las que están expuestas las economías modernas? Los modelos formales de los economistas suponen que la respuesta a esa pregunta sea negativa. Pero quienes conocen los mercados por experiencia piensan que los mercados financieros (incluidos los mercados de divisas), aunque no independientes de los determinantes económicos, poseen una cierta vida propia, y en consecuencia pueden crear, y *crean*, perturbaciones que afectan a otros mercados financieros, y también al sector real de las economías modernas. Pasan por modas pasajeras y por fenómenos de contagio que pueden acrecentar la variabilidad de sus precios más allá de lo congruente con los determinantes económicos, y que, por tanto, pueden perturbar otras partes de la economía, donde sus repercusiones sobre el bienestar son mayores. Esta observación es lo que justifica la intervención de los poderes públicos en los mercados de divisas. En la medida en que esta argumentación sea correcta, la creación de la UME podría reducir la magnitud de las perturbaciones has-

ta el punto de compensar el efecto de Le Chatelier; en ese caso, la variabilidad global de los tipos de cambio exteriores podría no aumentar, e incluso podría disminuir. Claro está que esa variabilidad dependería también de la acción de los poderes públicos en los mercados de divisas, de la que hablaremos más adelante.

En las economías abiertas, la *inversión en capacidad productiva* de bienes y servicios sujetos a un alto grado de competencia internacional puede ser desalentada por la variabilidad de los tipos de cambio como fuente de incertidumbre en los precios, así como por los costes de transacción por conversión de moneda. En la medida en que la formación de la UME redujera tanto los costes de transacción como la incertidumbre de los precios, cabría esperar un aumento de la inversión total, que elevaría el producto y la renta futuros. El crecimiento de las importaciones que seguiría al aumento del producto y la renta europeos podría prevalecer sobre los efectos de desviación de comercio antes citados. Sobre la relación de la inversión con la incertidumbre cambiaria hay mucha evidencia anecdótica, pero poca evidencia empírica sistemática. Además, merece la pena señalar que, a raíz de la implantación del sistema general de tipos flotantes, en 1973, la relación inversión/PIB en los países industriales (de la OCDE) descendió entre dos y tres puntos porcentuales, de aproximadamente un 24 por 100 a finales de los años sesenta a un 22 por 100 en la segunda mitad de los setenta, y un 21 por 100 en los ochenta. Pero los años transcurridos desde 1973 han visto sucederse varias perturbaciones fuertes de los precios del petróleo, una elevación rápida y posterior caída de la tasa de inflación en los países de la OCDE y las dos recesiones industriales más graves acaecidas desde 1945, una en 1974-1975 y otra en 1981-1982. Han ocurrido, en fin, demasiadas cosas para poder deslindar con seguridad las influencias causales.

El *ajuste a las perturbaciones* dentro de Europa quizá sea dificultoso durante muchos años después de instituida la UME, a causa de la flexibilidad incompleta de los precios y salarios, y de la movilidad imperfecta de la mano de obra, que existen en los países europeos. De hecho, es el resultado que más temen muchos de los oponentes de la UME, e incluso algunos de sus partidarios. Como ya hemos dicho, la unión monetaria postula un mecanismo de ajuste basado en la flexibilidad de los precios y salarios, y, en última instancia, en la movilidad de los factores dentro del ámbito geográfico correspondiente. (Un mecanismo de compensación alternativo al ajuste sería un sistema de sub-

venciones de unas regiones a otras; de ello hablaremos más adelante.)

La necesidad de ajuste no puede ser eliminada en una economía dinámica, que está sujeta a pausas variables de demanda y producción, y, en última instancia, impulsada por un proceso continuo de transformación tecnológica. Si el proceso de ajuste funciona mal, algunas regiones pasarán por largos períodos de recesión, mientras que otras conocerán épocas de auge. En general, el auge de una región será fruto de la demanda exterior de sus productos exportables, que, a la vez que incrementa la demanda regional de importaciones, hará subir los precios de los factores de producción locales, y de los bienes y servicios no exportables, que, por su misma naturaleza, están poco expuestos a la competencia. Al mismo tiempo, las regiones que vean declinar la demanda de sus exportaciones registrarán un descenso de sus ingresos y de sus importaciones, y una presión a la baja sobre los precios de los factores de producción locales, y de los bienes y servicios no exportables. El que los precios realmente desciendan en respuesta a esa presión dependerá de su flexibilidad; esto es, del grado de rigidez de los precios y salarios nominales, rigidez que es común en las economías modernas.

El efecto de todo ello sobre el resto del mundo depende de cómo reaccionen las autoridades económicas. Si las subidas de precios en las regiones en auge se interpretasen como «inflación» (como parece lógico si no se vieran compensadas por reducciones reales de los precios en las regiones relativamente deprimidas), las autoridades monetarias podrían endurecer su política, lo cual, a su vez, apreciaría el ecu frente a las monedas de los países no miembros de la unión. Una política monetaria más restrictiva y una moneda más fuerte debilitarían la demanda agregada, llevando a la Comunidad Europea a una situación global de estancamiento (que no impediría que unas cuantas regiones siguieran prosperando, aunque menos que antes de la respuesta política). Un ajuste interregional efectivo requeriría el libre funcionamiento del mecanismo de los precios, lo cual significa dejar subir los precios de los productos no exportables en las regiones en auge.

Si, por el contrario, las autoridades monetarias suavizan su política para ayudar a las regiones deprimidas, el conjunto de la Comunidad Europea experimentará un crecimiento impulsado por la demanda, en parte a través de una depreciación real del ecu, y un aumento de la inflación. En un caso como en el otro, esas respuestas a un ajuste regional imperfecto repercutirán en el resto del mundo.

El ajuste puede ser mitigado, o totalmente evitado, si las regiones en auge subvencionan a las regiones deprimidas. Sobre la base de la pretendida experiencia de Estados Unidos, se afirma a menudo que las transferencias fiscales interregionales amortiguan notablemente los desequilibrios regionales, de lo cual se deduce que la Comunidad Europea debería aumentar sustancialmente esa clase de transferencias en su avance hacia la unión monetaria (12). Es cierto, desde luego, que en Estados Unidos la parte federal del gasto público y de la recaudación fiscal es muy importante, superior en un 40 por 100, aproximadamente, a la recaudación fiscal agregada de las administraciones estatales y locales. También es cierto que cuando descienden los ingresos de una región desciende su contribución al erario federal (que se nutre fundamentalmente de las recaudaciones del impuesto sobre la renta), mientras que los gastos federales en la región no suelen disminuir, e incluso pueden aumentar a través de algunos programas limitados (13). En una región en auge, sucede lo contrario: la recaudación fiscal federal aumenta sin que generalmente aumente el gasto federal (a menos que la causa del auge sea precisamente un aumento autónomo de ese gasto). Esta respuesta refleja el papel de «estabilizador automático» de los sistemas tributarios modernos, vinculados a los ingresos de las empresas y de las personas físicas, y al empleo por la recaudación de impuestos sobre las nóminas.

Pero ese estabilizador automático existe en todo sistema fiscal moderno, incluso para el conjunto del país; no es privativo de los sistemas federales. Cuando la actividad económica decae, los ingresos fiscales disminuyen. A menos que el gasto público se reduzca deliberadamente en respuesta al descenso de los ingresos, el Presupuesto actúa como amortiguador automático del descenso de la actividad. Claro está que, en ese caso, el gobierno deberá endeudarse más para cubrir el aumento del déficit, adquiriendo una obligación contra la renta futura de todos sus ciudadanos. Para una región integrante de un país, esa obligación no recae sólo sobre sus residentes, sino que se reparte entre todos los residentes del país. Pero habría que creer en una forma fuerte de equivalencia ricardiana para pensar que esa diferencia sea decisiva para el efecto amortiguador del sector público sobre las rentas y el producto corrientes (14).

Aunque algunos estados de Estados Unidos son receptores netos de fondos federales y otros son contribuyentes netos a dichos fondos de forma continuada, y esos flujos netos se corresponden, hasta cierto punto, con diferencias de ingresos en-

tre las regiones, lo que interesa para el ajuste interregional es el componente cíclicamente sensible del gasto federal: ¿aumenta ese gasto (neto) de resultados del declive relativo de la actividad regional, y desciende en las regiones en auge? En realidad, las transferencias interregionales (contando a la vez impuestos y gastos) sensibles a las perturbaciones transitorias son muy bajas en Estados Unidos. Von Hagen las cifra en tan sólo un 0,1 por 100 de la fluctuación de la renta del estado (15). El efecto sustancial de amortiguación no se debe, en su mayor parte, a transferencias interregionales, sino más bien a la sensibilidad de los ingresos tributarios a la actividad económica, que se da en casi todas las economías modernas (16).

Un argumento a veces aducido por los europeos en favor de la unión monetaria es el de que dicha unión les daría *una mayor voz en la política económica mundial* (17). No está claro qué se quiere decir exactamente con eso. En la actualidad, son europeos cuatro de los miembros participantes en las cumbres del Grupo de los Siete, y cinco de un total de ocho si se cuenta al Presidente de la Comisión Europea. Los miembros de la Comunidad Europea suman un 28 por 100 del número de votos en el Fondo Monetario Internacional (FMI), frente a un 19 por 100 de Estados Unidos. Con la instauración de la unión económica y de una moneda única, habría razones sólidas para *reducir* el número de votos europeos en el FMI, conforme a los criterios tradicionalmente empleados por ese organismo. El reparto de votos en el FMI sólo se modifica cada muchísimos años, por lo que no cabe esperar cambios inmediatos; pero, andando el tiempo, los países eurocomunitarios serían candidatos preferentes a la reducción, a fin de incrementar el número de votos de Japón, los países recientemente industrializados y nuevos miembros, como podrían ser Suiza y los sucesores de la Unión Soviética, si desearan incorporarse al FMI.

El deseo de un mayor papel para Europa puede ser reflejo de la frustración de no poder determinar los acontecimientos económicos o sus resultados. Pero si ésa fuera la preocupación primordial, los europeos están abocados al desengaño cuando descubran que, precisamente porque en los mercados y las economías de hoy son muchos los actores que influyen en los acontecimientos, *ninguno de ellos* determina los resultados.

Ni que decir tiene que una política monetaria común de Europa ejercería una influencia poderosa sobre el tono monetario de la economía mundial, lo mismo que hoy la ejerce la política monetaria estadounidense. Esa influencia, que ya está pre-

sente, brota del tamaño de la economía europea y de la coherencia de su política, no de su «voz» en los foros de negociación. Además, cabe dentro de lo posible que dentro de una unión monetaria las autoridades europeas se preocuparan *menos* por sus relaciones con el resto del mundo y, en consecuencia, se mostraran más pasivas ante la gestión de los tipos de cambio exteriores de lo que hasta ahora se han mostrado.

Aquí entra en juego un tecnicismo importante. En un mundo de n países con n monedas, sólo hay $n - 1$ paridades independientes y, por lo tanto, sólo puede haber $n - 1$ políticas cambiarias independientes. O bien deberá haber una normativa unificada que obligue a todos (por ejemplo, tipos de cambios fijos), o bien un país, por lo menos, ha de ser pasivo en su política cambiaria. Estados Unidos viene siendo normalmente el país pasivo, postura que a veces ha sido calificada de «abandono benigno», y también, por los disconformes, de «abandono maligno». Con la UME, Europa podría inclinarse también a adoptar una postura pasiva. Ello podría animar a Estados Unidos a desplegar un mayor activismo en la gestión de los tipos de cambio, traspasando a Europa el papel de país enésimo; o ambos podrían ser pasivos, lo que implicaría la libre flotación del *ecu* frente al dólar estadounidense. En el primer caso, lo lógico sería que Estados Unidos quisiera adquirir tenencias oficiales importantes de activos denominados en ecus para su utilización en la gestión cambiaria, y ese proceso (continuado) presionaría a la baja sobre el dólar respecto al *ecu*, con las consecuencias para el comercio ya mencionadas.

También podría suceder lo contrario: que ambas entidades adoptasen un papel activo y coordinasen estrechamente sus actuaciones para evitar efectos contrapuestos. En principio, un único centro decisorio europeo debería significar que la cooperación monetaria y cambiaria entre Estados Unidos y Europa fuera más fácil de lo que es ahora, con doce miembros de la Comunidad Europea aplicando doce políticas monetarias distintas (condicionadas, claro está, por la pertenencia al SME). Pero el que llegue a serlo en la práctica depende de cómo se organice en sus detalles la formulación de la política monetaria europea, y en particular de que haya o no una persona con voz decisiva. Sin eso, la coordinación no será más fácil que ahora. La política monetaria de Estados Unidos la establece un órgano colegiado que no debe rendir cuentas de su actuación al jefe del gobierno estadounidense. Los planes de unión monetaria de Europa parecen apuntar en la misma dirección: decisiones de un órgano colegiado que actuaría con independen-

cia de los gobiernos establecidos, y que, a diferencia de lo que sucede en Estados Unidos, controlaría la política cambiaria además de la monetaria. En esas condiciones, no se adivina una forma clara de coordinación constante y fluida, como no fuera que los dos órganos colegiados celebrasen sesiones conjuntas, e incluso adoptaran decisiones conjuntas.

Resumiendo: la unión monetaria europea puede ocasionar cambios sustantivos en muchos ámbitos, y algunos de esos cambios podrían ser muy importantes para el resto del mundo. Pero, en muchos casos, los cambios posibles apuntan en direcciones contrapuestas, de las que no se puede decir, con los datos que ahora tenemos, que ninguna de ellas sea decisiva. Esto nos lleva a la conclusión provisional formulada en la introducción: sobre las cuestiones fundamentales, no es de esperar que la instauración de una UME plena tenga grandes repercusiones en el resto del mundo.

REPERCUSIONES DE LA TRANSICION A LA UME

Desdichadamente, en lo que se refiere a la transición a la UME parece mucho más difícil llegar a esa conclusión favorable. Las cuestiones que se plantean son las mismas que en el caso de una UME ya establecida —aunque con diferente peso—, aparte de unas cuantas más. Vamos a hablar de la transición bajo cuatro epígrafes: los desplazamientos de carteras, tanto oficiales como privadas; el proceso de ajuste durante la transición; la necesidad de que las nuevas autoridades monetarias adquieran prestigio, y la dedicación de las autoridades europeas a los problemas europeos.

La primera cuestión de la transición es la que se refiere a los *desplazamientos de las carteras* internacionales de activos líquidos. En casi todos los países, esas carteras están formadas mayoritariamente por valores del propio país, y la parte de activos líquidos del exterior suele estar fundamentalmente denominada en dólares estadounidenses, con proporciones menores, pero importantes, en marcos alemanes, yenes japoneses, francos suizos, libras esterlinas y, crecientemente, en ecus. Si la UME avanza y parece llamada a prosperar, los tenedores querrán tener más activos denominados en ecus. Claro está que ese proceso será gradual, pero se acelerará a medida que se desarrolle el mercado de ecus; y con un mayor florecimiento de la moneda europea se llegaría a un «punto de vuelco», en el que los tenedores internacionales querrían transferir sus activos a ecus en gran

escala. No es seguro, por supuesto, que haya de ocurrir tal cosa; el dólar sigue siendo un vehículo utilísimo a muchos efectos, y los mercados de dólares poseen la gran ventaja de ser amplios, firmes y muy líquidos. Pero si ocurre, habrá una fuerte presión a la baja sobre el dólar y una fuerte presión al alza sobre el ecu, con importantes consecuencias para la competitividad comercial, como descubrió Estados Unidos a raíz de la apreciación abrupta del dólar en 1982-1985. En suma, un desplazamiento masivo en la composición de las carteras internacionales, a menos que fuera contrarrestado por una acción pública de la misma escala, originaría una perturbación notable de las pautas del comercio mundial que duraría muchos años.

Hay otro aspecto de las carteras internacionales. Los bancos centrales tienen cuantiosas reservas de divisas, dólares en su mayor parte (un 63 por 100 al final de 1988), pero con aproximadamente una sexta parte en marcos alemanes y proporciones más pequeñas de yenes japoneses (un 7 por 100), francos suizos, libras esterlinas, francos franceses (un 6 por 100 sumados los tres últimos) y otras monedas (18). Al interiorizarse las transacciones intraeuropeas dentro de una única zona monetaria, la necesidad de reservas internacionales disminuiría mucho en los países europeos. Las transacciones intracomunitarias se llevarían a cabo con dinero «interior». Según un cálculo de la Comisión Europea, las reservas de divisas excedentarias de los países miembros de la Comunidad serían del orden de 200.000 millones de dólares (19). Si los países europeos trataran de deshacerse de esas reservas (dólares en su mayor parte), eso también presionaría al dólar a la baja respecto del ecu, con efectos similares a los ya mencionados. En parte por esa razón, y en parte porque las autoridades monetarias son siempre reacias a desprenderse de reservas, independientemente de su posible superfluidad, lo más probable es que esas divisas, lejos de ser cambiadas, pasen a formar parte permanente de la riqueza nacional de cada país, en tanto no se presente una emergencia que exija su utilización.

Un segundo problema de la transición es el que se refiere al *ajuste de las balanzas de pagos*. Es opinión generalizada que las paridades europeas están desalineadas a comienzos de la década de 1990; sin embargo, varios países miembros insisten en que no sería conveniente modificarlas, porque ello arrojaría dudas sobre la voluntad de los gobiernos de combatir la inflación. El problema se ha mitigado gracias al inesperado crecimiento del gasto público de Alemania para hacer frente a los compromisos contraídos con los cinco nuevos *län-*

der que antes constituían la República Democrática. La unificación de Alemania, al desencadenar un fuerte aumento del gasto, ha acrecentado la demanda alemana de productos de sus socios comerciales. El nivel del gasto puede seguir siendo alto durante varios años, pero su escalada, forzosamente, habrá de enfriarse cuando los alemanes quieran reducir su déficit presupuestario, y entonces se pondrán de manifiesto los desequilibrios que subyacen en el seno de la Comunidad.

Sin modificación de las paridades, pero con una conciencia pública de la necesidad y la posibilidad abierta de modificarlas, habrá que mantener una política monetaria restrictiva y contener la demanda en varios países europeos, con el resultado de un sesgo deflacionario en Europa y, por ende, en los mercados mundiales. Este conjunto de circunstancias será especialmente penoso para los países en vías de desarrollo, que soportan pesadas deudas y dependen en gran medida de los mercados europeos para sus exportaciones de productos básicos y manufacturas sencillas. La severidad monetaria general llevará a la apreciación de las monedas del SME frente al dólar y al yen, y con ello suavizará los efectos deflacionarios sobre los correspondientes países y algunos otros, pero no ayudará a aquellos exportadores de productos básicos cuyos ingresos de exportación dependen tanto del volumen de lo que venden como del precio que puedan obtener por ello, cosas ambas que, en esas circunstancias, se verían perjudicadas.

En tercer lugar, hay que señalar que, una vez que se haya creado el nuevo SEBC y se le haya transferido la autoridad en materia monetaria, *ese organismo pretenderá sentar una reputación de políticas monetarias «sólidas»*, sobre todo frente a una población alemana escéptica, que verá con recelo el traspaso de la autoridad monetaria de su respetado Bundesbank a una institución de nuevo cuño y no probada. En consecuencia, el nuevo *Eurofed* se verá tentado a seguir una política monetaria más dura de lo necesario, y más dura que la que seguiría una autoridad monetaria de solvencia acreditada. La dureza de la política monetaria se podría quizá racionalizar con la idea de que las políticas fiscales de los estados miembros son demasiado «relajadas», aunque los gobiernos deban financiar sus déficit presupuestarios con recurso al mercado de capitales en lugar de al banco central nacional, que habrá perdido su facultad de crear dinero. Esta combinación asegurará un ecu «fuerte» en los mercados internacionales, con los consiguientes efectos negativos sobre la competitividad de las exportaciones europeas y sus co-

respondientes repercusiones sobre el resto del mundo.

Finalmente, la creación de una unión monetaria entre doce países soberanos es una tarea difícil para los responsables, que centrarán su atención en el arduo empeño. Las consecuencias de la formación de una unión monetaria, tanto previstas como imprevistas, ocuparán también a otros responsables políticos, a medida que vayan aflorando en distintos ámbitos. Por esas razones, *la atención de la mayoría de los poderes públicos europeos dará un giro acusado hacia el interior*, y serán pocas las energías que queden para atender a los problemas del resto del mundo, o incluso a los de la propia Europa con el resto del mundo. Fuera de Europa habrá quien lamente esa falta de atención, y habrá quien la celebre. Pero, tanto en un caso como en el otro, será uno de los efectos de la transición a una unión monetaria europea.

NOTAS

(*) Título original: «International implications of a European Monetary Union». Traducción de M.^a Luisa Balseiro.

(1) La Unión Belgo-Luxemburguesa data de 1922. Véase James E. MEADE, *The Belgium-Luxembourg Economic Union, 1921-1939*, Princeton Essays in International Finance, Princeton University, 1956.

(2) Véase Joseph S. NYE, Jr., *Pan-Africanism and East African integration*, Cambridge, Harvard University Press, 1965.

(3) Committee for the Study of Economic and Monetary Union (chaired by Commission President Jacques Delors), *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Bruselas, abril de 1989; y «Basic features of a European monetary order», conferencia pronunciada por KARL OTTO PÖHL bajo los auspicios de *Le Monde*, París, 16 de enero de 1990.

(4) Baste un ejemplo concreto: en ambas declaraciones, se afirma que la nueva autoridad monetaria europea debería ser plenamente independiente de los gobiernos constituidos, y también que debería ser la responsable de la gestión del tipo de cambio, lógicamente con respecto a otros países. Pero en todos los demás países la gestión del tipo de cambio compete al gobierno, y dentro de él, normalmente, al ministro de finanzas. Sobre cómo se ha de coordinar la gestión del tipo de cambio entre los responsables monetarios independientes de la CE y los ministros de otros países no se dice nada.

(5) La moneda única es el siguiente paso lógico tras el establecimiento de paridades fijas e irrevocables entre las monedas existentes, y de hecho sería necesaria para obtener todos los beneficios posibles de la unión monetaria, suprimiendo los costes de transacción por conversión de moneda. Merece la pena señalar que el establecimiento de una moneda única no excluye la posibilidad de mantener diferentes *billetes de banco* y monedas acuñadas con símbolos nacionales. Luxemburgo posee billetes de banco propios, al igual que Escocia dentro del Reino Unido. Un examen atento revela que en Estados Unidos hay realmente doce clases distintas de billetes de banco, cada una de ellas emitida por uno de los doce bancos de la Reserva Federal.

(6) Las propuestas de Pöhl acerca de la independencia del banco central se me antojan inaceptablemente platónicas: se nombra a un grupo de sabios, hombres (o mujeres) investidos de amplísimos poderes de actuación, obligados a informar públicamente, pero sin otras condiciones de responsabilidad pública. Merece la pena observar que la «independencia» del Bundesbank es muchísimo menor: sus poderes emanan de un estatuto aprobado por mayoría parlamentaria, y que podría ser modificado por mayoría parlamentaria a instancias de cualquier gobierno constituido en Alemania. Claro está que ello desataría fuertes protestas públicas, a menos que el Bundesbank hubiera actuado indebidamente. De modo que quien realmente protege la independencia del Bundesbank es la opinión pública, basada en la reputación de la institución, no un marco de garantías formales. Lo mismo se puede decir de la Reserva Federal de Estados Unidos, aunque en ese caso la falta de un sistema parlamentario hace que modificar la legislación sea más difícil, en cuanto al procedimiento, que en Alemania.

(7) Claro está que el banco central europeo obtendrá unos ingresos como emisor, que serán la diferencia entre la renta de sus activos con interés y sus gastos de explotación. Es de suponer que esos ingresos se transfieran a los gobiernos con arreglo a alguna fórmula, o se abonen a la Comisión Europea.

(8) Sobre el mecanismo de ajuste interregional, hay abundantes estudios. Véase, por ejemplo, BARRY EICHENGREEN, «One Money for Europe? Lessons from the United States», *Economic Policy*, abril de 1990, págs. 118-187, y la bibliografía que ahí se cita; también, EICHENGREEN, «Is Europe an Optimal Currency Area?», National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, núm. 3579, enero de 1991, y JAMES C. INGRAM, *Regional payments mechanisms: The case of Puerto Rico*, Chapel Hill, University of North Carolina Press, 1962.

(9) Los costes de transacción para las empresas por conversión de moneda dentro de Europa se han calculado en un 0,30-0,35 por 100 por término medio; sumando los costes internos de administración, el porcentaje podría situarse en un 0,5 por 100. Véase EUROPEAN COMMISSION, *European Economy: One Market. One Money*, núm. 44, octubre de 1990, págs. 63-68.

(10) Véase *One Market. One Money*, *op. cit.*, págs. 68-75. Véanse también M. A. AKHTAR y R. SPENCE HILTON, «Effects of Exchange rate uncertainty on German and US trade», Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Bulletin*, primavera de 1984, y PAUL DE GRAWE, «Exchange rate variability and the slowdown in the growth of international trade», Fondo Monetario Internacional, *Staff Papers*, marzo de 1988.

(11) Véase PAUL A. SAMUELSON, *Foundations of economic analysis*, edición ampliada, Cambridge, Harvard University Press, 1983, pág. 36 y *passim*.

(12) Véase, por ejemplo, EICHENGREEN (1990), *op. cit.*; en el *Informe Delors*, se menciona la necesidad de aumentar notablemente los «fondos estructurales» para coadyuvar a la corrección de los desequilibrios regionales.

(13) En Estados Unidos, la financiación del subsidio de desempleo corre a cargo de cada uno de los estados. En caso necesario, el gobierno federal concede préstamos, que han de ser amortizados. En determinadas circunstancias, que exigen una legislación especial, el gobierno federal puede contribuir al pago de subsidios a los desempleados de larga duración.

(14) En la forma extrema de equivalencia ricardiana, el ahorro privado aumentaría proporcionalmente a las obligaciones futuras de la deuda. Ese aumento del ahorro privado neutralizaría totalmente los efectos amortiguadores de todo déficit público sobre la demanda agregada del conjunto del país, pero sólo los reduciría en aquellas regiones deprimidas que no tuvieran

que soportar la carga entera de la deuda incrementada de resultados del aumento del déficit presupuestario total. Sin embargo, el aumento del ahorro en otras regiones reduciría las exportaciones de estas regiones deprimidas, y en ese sentido haría empeorar su situación. Claro está que, si un auge regional en otra parte incrementase los ingresos fiscales federales, no tendría por qué haber aumento del déficit presupuestario global.

(15) Véase JÜRGEN VON HAGEN, «Fiscal Arrangements in a Monetary Union: Evidence from the US», ponencia preparada para el Coloquio sobre la Política Fiscal y Tributaria y el Sistema Financiero en una Europa progresivamente integrada, celebrado en Lisboa en mayo de 1991.

(16) EICHENGREEN (1990), *op. cit.*, pasa por alto este importante extremo.

(17) Véase, por ejemplo, PIERRE WERNER, en ARMAND CLESSE y RAYMOND VERNON (comps.), *The European Community after 1992: A New role in World Politics?*, Baden-Baden, Nomos, 1991, pág. 412.

(18) IMF, *Annual Report on exchange arrangements and exchange restrictions*, Washington, 1989.

(19) *One Market. One Money*, *op. cit.*, capítulo 7; en particular, pág. 178.

LA ECONOMIA ALEMANA DENTRO DEL AMBITO DE LA CE Y EL CAMINO HACIA LA UEM

Helmut SCHLESINGER (*)

I. INTRODUCCION

Ha transcurrido poco tiempo desde que Jorge Semprún, anterior Ministro de Cultura español, pronunciara en Francfort, sede de nuestra entidad, un homenaje dedicado a un escritor húngaro —György Konrad—, al que se distinguió con el Premio de la Paz de la Asociación de Editores Alemanes. Nos mostramos muy europeos, si bien la práctica es a veces distinta.

De ahí que puedan interpretarse las palabras de Jorge Semprún en Francfort como advertencia para aprovechar la hora de una Europa unida: «Se trata de aceptar los riesgos y retos históricos, de enfrentarse a ellos, pero imprimiéndoles el sello de nuestra iniciativa moral en su esencia antipolítica».

En el último decenio de nuestro siglo, Europa se ve liberada de la división Este/Oeste, de cuarenta y cinco largos años de duración, pero nuestra alegría va enturbiándose ante las incertidumbres del resurgimiento de aspiraciones nacionales suprimidas durante decenios.

Mientras que Europa Occidental desea alcanzar la unión monetaria, económica y social —es decir, llegar a la integración en una unión europea multinacional—, se resquebrajan dos estados multinacionales del Este de Europa: la Unión Soviética y Yugoslavia. La unión entre estados sólo puede establecerse, a la larga, en una sociedad libre si se basa en el libre voto de los pueblos que la integran. A Vaclav Havel —Presidente de un Estado multinacional— le consta que «cualquier nación ha de atravesar, obviamente, cierta fase de desarrollo para llegar a comprender que el futuro no está sino en el principio de la colaboración y unión entre naciones».

Ante los cambios históricos de la era que vivimos, están llamados también los países miembros de la CE a definir de nuevo su papel en Europa.

España, por cierto, ya puede cosechar ahora los frutos de los esfuerzos hechos en los últimos años. Desde su entrada, en 1986, ha ido encontrando, con gran dinamismo, su lugar entre las naciones europeas industrializadas. La participación de España en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) desde 1989 es un éxito. Concibo que pueda alcanzar el margen estrecho del 2,25 por 100 incluso antes de la fecha prevista en el momento de entrar España en el SME.

Como Presidente de un banco emisor independiente, siento gran satisfacción por los planes para dotar al banco emisor español, en el futuro, de un margen de independencia más amplio, paso muy conveniente, sobre todo con vistas a la realización de la unión económica y monetaria europea.

II. PRIMERAS CONSECUENCIAS DE LA REUNIFICACION ALEMANA

Hace más de un año que Alemania se halla unida. El paso decisivo hacia la reunificación se dio el 1 de julio de 1990, estableciéndose en esa fecha la unión económica, monetaria y social. Fue un evento sin igual en la historia; si bien hubo también en épocas anteriores uniones de monedas y sistemas de emisión comunes, no se dio nunca el caso de que, simultáneamente, se presentara la necesidad de reconvertir una economía totalmente planificada y centralizada por el Estado en una economía social de mercado. Era de prever que durante este paso aparecieran necesariamente las debilidades estructurales fundamentales de la economía de Alemania Oriental, aunque nadie supuso que fuesen tan profundas.

Antes de entrar en vigor la unión monetaria interalemana, fue prácticamente imposible efectuar un análisis acertado de la situación de partida de la economía de Alemania Oriental. Hoy sabemos que los indicadores esenciales fueron interpretados

con exagerado optimismo. Bien pronto se supo, además, que la comparación entre los dos sistemas económicos carecía totalmente de fundamento, ya que, sobre todo, la producción de la RDA no tardó en mostrarse absolutamente endeble, una vez expuesta a las condiciones de competencia efectiva en el mercado libre.

Las razones estriban en los fundamentales errores conceptuales de la economía de Estado. Así, los precios fijados por el Estado no reflejaban, en absoluto, la situación real de escasez. En todos los sectores del mercado, la demanda y la oferta discrepaban, siendo la producción en general muy escasa. La introducción del *D-Mark* en Alemania Oriental hizo aparecer, de la noche a la mañana, toda la miseria de la economía de Estado. No fueron menores las deficiencias en los otros estados de Europa Oriental, de economía socialista planificada del tipo soviético, si bien allí no aparecieron tan crudamente.

La economía de Alemania Oriental se vio expuesta a la competencia de los mercados mundiales. La demanda de mercancías producidas en Alemania Oriental sufrió una caída de dimensiones imprevisibles: ansiosa la población de satisfacer su demanda acumulada y, además, prefiriendo exclusivamente «todo lo que fuera occidental», cayeron en el olvido la mayor parte de los antiguos productos orientales, que, a la postre, se convirtieron en género invendible, incluso en el propio territorio.

A ello se sumó que los cambios políticos y económicos en Europa Oriental y en la Unión Soviética provocaron el colapso del COMECON. De un día a otro, la ex-RDA perdió sus mercados de exportación más importantes. Durante la primera mitad de 1991, las exportaciones procedentes de los nuevos estados federados bajaron más del 60 por 100, frente a las del mismo período del año anterior; este resultado no es atribuible a la unificación alemana, sino a un fenómeno generalizado en todos los países del COMECON; así las cosas, la situación se hace aún más difícil.

La caída de la producción desencadenó un masivo desempleo en los sectores afectados. Además, en amplios sectores de la economía de Alemania Oriental se empleaba personal supernumerario, totalmente superfluo; hasta ese momento, se daba una especie de paro «escondido», no patente hasta introducirse las condiciones de libre competencia. En el verano de 1991, en Alemania Oriental, más de un millón de personas se hallaban en paro (12,1 por 100), mientras que 1,5 millones se veían afectadas por la jornada reducida. En total, la cifra

de empleo bajó, respecto al año anterior, en casi una quinta parte, y continúa la tendencia regresiva; ciertamente un hecho doloroso, pero a la vez una señal significativa de los necesarios cambios estructurales o, como diría Schumpeter, de «la destrucción creativa».

De otro lado, hay que tener en cuenta que en la antigua RDA no existía, prácticamente, el sector servicios, y que, por tanto, en su constitución se partía de cero. De manera que este sector representará, en el futuro, una «gran reserva para la creación de empleo».

III. SITUACION ACTUAL Y OBJETIVOS DE LA NUEVA ALEMANIA

Con la entrada en vigor de la unión económica, monetaria y social, el 1 de julio de 1990, Alemania Occidental inició un programa de ayuda, de enorme envergadura, para los nuevos estados federados. Este año, las transferencias de fondos estatales de Oeste a Este ascenderán a 140.000 millones de *DM*, lo que equivale, aproximadamente, a unos dos tercios del producto nacional de Alemania Oriental, o a 9.000 *DM* por habitante, para así enjugar casi el 50 por 100 de los gastos tanto de las economías domésticas como de los entes públicos.

Es difícil sufragar por mucho tiempo pagos de estas magnitudes, incluso para un país que disponga del potencial económico de Alemania. Mientras tanto, el fomento de la inversión por parte del sector público ha llegado a un nivel que, desde el punto de vista de la economía de mercado, razonablemente no debe incrementarse más. Tampoco sería conveniente para Alemania Oriental que la recién obtenida libertad de acción económica se retrajera por los efectos de las transferencias públicas.

Por tanto, el objetivo primordial de la política financiera ha de ser la reconducción de los déficit públicos a un nivel justificable. Deben tenerse en cuenta, además, los riesgos en que pueda incurrir la política de estabilidad. Cuanto más se eleve el endeudamiento del Estado, tanto más se estrechará el margen de la inversión privada y aumentará el servicio de la deuda pública, dejando —no sólo aparentemente— el pago para el futuro. La respuesta a los retos de la unidad no puede consistir únicamente en nuevas deudas o en el aumento de las cargas impositivas. Desde el punto de vista de la estabilidad, son muchas las razones que aconsejan reducir el déficit mediante el ahorro de gastos

y la reducción de desgravaciones fiscales ya no justificables, concepto tomado en cuenta por el Gobierno Federal en el Presupuesto del año 1992.

El FMI alude, en un informe anual recién publicado, a la preocupante subida de los déficit alemanes, que podrían intensificar aún más la merma de ahorros, de por sí escasos, en todo el mundo, e insinúa que los responsables de la política financiera alemana procedan a reducir los programas de subvenciones públicas.

En una economía de mercado, el sector privado ha de ocuparse él solo de buscar los emplazamientos que más le convengan; la política estructural únicamente puede incentivar. Un papel fundamental en el fomento de los emplazamientos ha de atribuirse a la política salarial. Es de lamentar que en Alemania Oriental los agentes sociales aún tengan dificultades en el manejo de esta nueva responsabilidad. A pesar de estar en peligro numerosos puestos de trabajo, se concertaron subidas salariales muy fuertes que no guardan relación alguna con la productividad de la economía de Alemania Oriental.

El deseo de acercar el nivel salarial de Alemania Oriental al de Alemania Occidental es muy comprensible, pero, a la larga, no es tolerable que la evolución de la renta tome un rumbo diferente a las de la producción y el empleo.

Con el establecimiento de la unión económica, monetaria y social, llegó a la economía de Alemania Occidental, desde el Este, una ola de compras que nos proporcionó una coyuntura especial, con un crecimiento económico del 4,5 por 100 en 1990, y probablemente del 3,5 por 100 en 1991. Mientras tanto, el Bundesbank intensifica su vigilancia ante los considerables cambios en la balanza por cuenta corriente y los crecientes gastos por las elevadas subidas salariales.

El Bundesbank se halla ante un gran reto. Aun teniendo en cuenta la situación particular que acaba de exponer, no es tolerable que la tasa de inflación se mantenga en el actual 4 por 100. En el transcurso del año 1991, hemos ido endureciendo la línea de nuestra política monetaria. Nuestra meta a medio plazo es la estabilidad de precios; es decir, que el índice no se eleve en más del 2 por 100, meta insinuada también por nuestros socios en la CE.

Precisamente, en la última reunión de gobernadores de los bancos centrales de la CE, en la que se discutían los problemas de la política monetaria del año 1992, se dijo con toda claridad que el *DM*

no debe abandonar el papel de moneda ancla en el SME. Nuestros vecinos directos manifestaron explícitamente que unos aumentos salariales excesivos en 1992, contrarios a la estabilidad, perjudicarían también su propia política salarial; así, los lazos se estrechan cada vez más.

La unificación alemana ha proporcionado no sólo a Alemania Occidental, sino también a la mayoría de nuestros socios europeos, impulsos oportunos para el crecimiento económico, que llegaron, en algunos países, en momentos en que la actividad económica estaba a punto de aflojar o había cambiado ya de signo. Los efectos positivos se deben, sobre todo, al fuerte crecimiento de la demanda de bienes de importación. Alemania Occidental no hubiera podido satisfacer sola la demanda adicional procedente de los nuevos estados federados. En este contexto, me parece muy significativo el que la Alemania unida aumentara, respecto al año anterior, y sólo en la primera mitad del año 1991, en casi la mitad (el 47 por 100) las importaciones procedentes de España. La economía española saca provecho, pues, de la unificación alemana, lo que, a su vez, a nosotros nos favorece, ya que las importaciones desde España nos ayudan a disminuir la situación tensa de la demanda en la economía alemana.

La República Federal se ha convertido en «locomotora de la coyuntura europea»: se calcula que el crecimiento adicional alcanzado en los países de la CE por efecto de la unidad alemana se sitúa en casi un 0,5 por 100.

IV. HACIA LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA EUROPEA

1. Aproximación de las políticas monetarias y financieras

La integración de los sistemas fomenta la convergencia de las economías. Ahora bien, la convergencia dentro de la CE ha de ir en aumento a lo largo del camino hacia la UEM, en la que me voy a detener un momento, a través de la aproximación de las políticas monetarias y financieras nacionales. La mayoría de los países miembros ha optado por una mayor disciplina en sus políticas, aunque en 1991 no apareciera con toda claridad, ya que en la mayoría de los países creció algo la inflación, en vez de bajar.

La progresiva integración dentro de la CE cobra dinamismo por diferentes procesos. El elemento primordial de la integración consiste en la liberalización de los mercados nacionales. Donde falte,

debe mejorar inmediatamente. Lo evidencia el anuncio de la creación, de aquí a 1993, de un mercado común de bienes, servicios y trabajo; es, además, una condición indispensable para la unión monetaria prevista.

Dentro de la CE se lograron, sobre todo, avances en la apertura de los mercados de dinero y capitales. Para determinados países, entre ellos España, aún rigen normas especiales que deberán abolirse irrevocablemente, a más tardar, al término de la primera etapa (1994) de la unión económica y monetaria europea, momento en que todos los países comunitarios deberán haberse integrado en el mecanismo de tipos de cambio del SME, ajustándose a la banda estrecha.

2. Estabilidad de precios

Las experiencias de los últimos años, si no decenios, han permitido concebir con claridad las condiciones de la estructuración de la unión monetaria europea; lo refleja, con claridad, el texto del acuerdo discutido en Maástricht.

El aspecto más importante radica en que la estabilidad de precios ha de ser la meta suprema del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Una moneda europea debe ser tan fuerte como la moneda nacional más estable. El canciller Kohl lo confirmó desde el punto de vista de Alemania: «El *DM* sólo debe ser sustituido por una moneda europea de la misma estabilidad que el *DM*». Y los holandeses, los belgas y los franceses seguramente pensarán lo mismo.

En el proyecto de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales, se exponen cuatro elementos conceptuales imprescindibles para llegar a la meta:

- Los órganos decisorios de la política monetaria de los bancos nacionales, mientras existan, y sobre todo del Banco Central Europeo (BCE) han de otorgar primacía a la estabilidad de los precios, aun, y precisamente, cuando esta obligación entre en conflicto con otras metas político-económicas.
- El futuro Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales emplearán sus instrumentos de política monetaria sin estar sujetos a instrucciones de los gobiernos nacionales y supranacionales.
- No es lícita la concesión de créditos directos por parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales al sector público.
- Sería conveniente que a cada uno de los bancos centrales se le concediese, ya en un futuro

cercano, la facultad de seguir la meta de la estabilidad de precios sin estar sujeto a instrucciones de su gobierno. La independencia hay que practicarla. Esto sirve tanto para el banco emisor como para el gobierno. No bastaría con modificar solamente los estatutos. En este sentido, celebro que algunos países de la CE estén dispuestos a dotar a sus bancos centrales de un mayor grado de independencia.

La independencia del banco emisor no significa, según la experiencia con nuestra propia independencia, que los órganos decisorios de la política monetaria deban renunciar a otras metas de la política económica. No deben dudar de que la estabilidad de los precios es de absoluta primacía, simplemente porque para esa meta disponen de los instrumentos adecuados; y éstos son más completos que aquellos de los que disponen otros sectores de la política económica.

La independencia del banco central no equivale a la renuncia al control público. Por un lado, los gobiernos nacionales han conservado el derecho exclusivo a nombrar los miembros del Consejo del Banco Central Europeo, si bien deben renunciar a la posibilidad de relevarlos durante su mandato. Un banco central debe aclarar y justificar continuamente su política ante la opinión pública y, en un marco adecuado, ante el Parlamento: no hay argumento más convincente que el éxito. Si pienso en la agudeza con que analizan con lupa los medios de comunicación todas las medidas del Bundesbank, examinando las que ha tomado y vaticinando cuáles, posiblemente, pueda tomar, no veo que deba temerse un control deficiente del Sistema Europeo de Bancos Centrales. El ejército de *watchers* que asediara al BCE será aún mayor que el que cerca al Bundesbank.

Hasta estos momentos, se está debatiendo la postura que la política monetaria ha de adoptar ante monedas de terceros países, tal como el dólar y el yen. El que la decisión sobre el régimen cambiario permanezca en manos de las autoridades políticas (el ECOFIN), no se discute. A cambio, opinamos que las decisiones sobre las medidas para influir sobre los tipos de cambio —tratándose aquí no sólo de intervenciones en el mercado de divisas, sino también de medidas en materia de interés asimismo enfocadas en ellos— han de incumbir al Banco Central Europeo. Debo hacer hincapié en las experiencias particulares que Alemania tuvo que soportar en tiempos del sistema de tipos de cambio fijos, cuando la política monetaria de nuestro país estuvo paralizada, al estar supeditada a la obligación de intervenir. Las directrices en materia

de tipos de cambio no afectan sólo a las intervenciones, sino también, y sobre todo, a la política de tipos de interés; aquí es donde debe haber independencia del banco central.

Las opiniones divergen también en materia de política fiscal. De hecho, la estabilidad monetaria duradera sólo se puede lograr a través de una política fiscal sana. Algunos gobiernos, entre ellos el alemán, desean que en la tercera etapa se establezcan normas obligatorias para las políticas presupuestarias. Ello equivale ciertamente a una pérdida de soberanía nacional, que ha de redundar en una unión política.

Hemos de tener presente que en una unión monetaria se hallan desvirtuados los mecanismos sancionadores del mercado frente a prestatarios estatales. Actualmente, los tipos de cambio y tasas de interés nacionales reaccionan, ante unos déficit presupuestarios excesivos, formando «barreras» para resistirlos. Las consecuencias que, en su defecto, se presenten en una unión monetaria habrán de ser soportadas por todos los miembros a partes iguales, ya que en semejante situación es fácil la tentación de subir al tren ya en marcha. Es, por tanto, imprescindible que, en sustitución de las fuerzas reguladoras del mercado, se establezcan normas de sanción.

3. Puntos de divergencia

En torno a la conferencia intergubernamental de Maastricht, se han puesto de relieve los puntos de divergencia en cuanto a las bases de la unión monetaria. La conferencia habrá ejercido, pues, una sana presión para esclarecer las posiciones, lo que me parece de especial importancia, sobre todo con miras a los contenidos de la segunda etapa. El proyecto elaborado por la presidencia holandesa para la unión económica y monetaria europea es una buena base para las deliberaciones, si bien existen, en torno a algunos temas, ciertos interrogantes:

- El Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales Europeos se transforma en institución monetaria (IME), con lo que se asienta sobre un fundamento legal y, así se espera, una tarea concreta. Sin embargo, no hay pleno consenso sobre qué estructura orgánica debe asignarse al IME. El concepto del Bundesbank está claro: puesto que en esta fase la responsabilidad de la política monetaria queda en manos de los bancos emisores nacionales, no debe surgir aquí ninguna «zona gris» de competencias. Opinamos que los directivos del Instituto Monetario han de ser elegidos de entre

los gobernadores de los bancos emisores europeos, conclusión que se basa en el principio de que la responsabilidad de la política monetaria durante la segunda etapa debe corresponder aún entera a los bancos centrales nacionales. El principio de la unanimidad, previsto en la propuesta holandesa, para todos los acuerdos obligatorios tomados dentro del IME resulta ser, en el contexto, componente lógico. La responsabilidad nacional y la cooperación internacional deben apuntar en la misma dirección.

- De acuerdo con el principio de la responsabilidad de la política monetaria en la segunda etapa, los bancos centrales nacionales seguirán, en esta fase, responsabilizándose de la administración de las reservas monetarias. En las deliberaciones acerca de la participación del IME en una política común de cambios ha habido intentos, por parte de algunos países socios, de promover «artificialmente» el ecu en los mercados financieros, a través del apoyo del IME; en cuanto a esto, abogamos por iguales oportunidades tanto para las monedas nacionales como para el ecu.

- Hasta la fecha, tampoco se ha definido la duración de la segunda fase. El IME y la Comisión de la CE deberán presentar, antes de que finalice el año 1996, un informe que servirá de base al ECOFIN para recomendar al Consejo Europeo los pasos posteriores.

Cuando llegue el momento de decidir sobre la entrada en la tercera fase, no debe haber dudas sobre quiénes participarán desde el principio. Al país que necesite una fase más prolongada de ajuste se le debería conceder. No quiere decir que exista una Europa de dos clases. Ha de pensarse que algunos países han tenido mucho más tiempo para integrarse que otros. Por lo demás, a cada país se le brinda la oportunidad de cumplir, hasta esa fecha, los requisitos necesarios. La situación de 1991 no debe constituirse en criterio.

V. CONCLUSION

Un cambio tan profundo como el que presenta la creación de una unión entre doce estados provoca, naturalmente, discusiones entre los países participantes, por sus diferentes experiencias y problemas en el futuro. Considero que los esfuerzos para hallar la mejor solución no serán vanos.

El proceso de la integración europea ofrece grandes perspectivas y la tarea de ser artífices de una

Europa que viva en paz, libertad y bienestar. Pero no debemos encerrarnos demasiado. Europa Occidental se halla en trance de superar, gradualmente, el pensamiento nacional. Estamos también llamados a superar, en el futuro, la tan familiar escisión entre Oeste y Este. Decía el eminente filósofo español José Ortega y Gasset, ya en 1930, que el europeo se estaba dando cuenta de que con sus proyectos políticos, económicos y espirituales había llegado al final de lo que se podía concebir en su entorno nacional, y que uno es provinciano siendo alemán, inglés o francés; realidad aún más significativa hoy en día, tras decenios de integración

económica, en la que España participa ahora tan activamente.

NOTA

(*) El autor manifiesta que le honra y alegra poder dirigirse a los asistentes a la X Sesiones de Trabajo de Tesorería, invitado por la Fondation Internationale des Sciences Humaines, la Caja de Ahorros de Navarra y la Fundación FIES, para tratar el tema: «La economía alemana dentro del ámbito de la CE y el camino hacia una Unión Económica y Monetaria Europea», y añade que la reunión del 15 de noviembre de 1991 reviste un carácter auténticamente europeo: el Presidente del banco emisor alemán habla, invitado por una institución francesa, en una ciudad española.

LA POLÍTICA MONETARIA EN EL NUEVO MARCO EUROPEO

José Luis MALO DE MOLINA

INTRODUCCION

La política monetaria española viene desarrollando un alto protagonismo en la búsqueda de un contexto de estabilidad que permita a la economía española participar, en condiciones de éxito, en la plena integración económica y monetaria de Europa. Esta orientación ha determinado el predominio en los últimos años de políticas monetarias estrictas, que se han manifestado en altos tipos de interés y en una gran estabilidad del tipo de cambio de la peseta en relación a las monedas integrantes del Sistema Monetario Europeo (SME).

Durante 1991, se han producido, sin embargo, algunos cambios que han afectado a la modulación de la política monetaria —dentro de su orientación general antiinflacionista— y que han dado lugar a la aparición de algunos problemas nuevos que conviene analizar.

LA COYUNTURA INTERNACIONAL EN 1991

Entre los nuevos condicionamientos destaca, en primer lugar, la coyuntura de la economía mundial, que se ha caracterizado por un tono más depresivo de lo previsto. La mejora en la confianza de los consumidores e inversores que se esperaba después del desenlace de la Guerra del Golfo se está manifestando con considerable retraso y escasa intensidad. Ello revela la presencia de factores depresivos independientes del clima de incertidumbre generado por la guerra, y que están conectados con los desequilibrios generados durante una fase de auge tan larga y tan intensa como fue la precedente.

Los síntomas de recuperación de las principales economías industrializadas son, por el momento, muy débiles, y no se puede descartar la posibilidad de que la nueva fase de expansión sea muy corta y que dé paso a una recaída relativamente rápida

en la recesión, como pasó a principios de los años ochenta.

La principal excepción a este panorama ha sido el comportamiento expansivo de la economía alemana, en la que el poderoso estímulo para la demanda interna que ha supuesto la reunificación —en los términos cambiarios y de política presupuestaria en los que ésta se ha realizado— se ha manifestado en unos ritmos de crecimiento sustancialmente más elevados que en el resto de los países industrializados. La coincidencia de estas presiones de demanda, con una considerable contracción de la oferta en los *Länder* de la antigua República Democrática, ha contribuido a la aceleración de la inflación en Alemania y en otros países, tradicionalmente estables, que se encuentran fuertemente vinculados a la economía alemana por sus transacciones económicas y financieras, y de estricta estabilidad cambiaria. Tal es el caso, por ejemplo, de la economía holandesa.

La discrepancia en la posición cíclica de la economía alemana y el deterioro de su trayectoria de estabilidad —debido a la aparición de una perturbación singular de naturaleza transitoria— han generado algunas dificultades en la coordinación internacional de las políticas económicas y han contribuido, junto a otros factores, a un cambio muy sustancial en la propia naturaleza del SME. Ambos aspectos han afectado a la instrumentación de las políticas monetarias europeas, y también a la de la española, en una forma a la que me referiré posteriormente.

Con todo, el predominio de las tendencias recesivas a escala mundial y el retraso de la esperada recuperación han propiciado un movimiento generalizado, con la sola excepción de Alemania, hacia la suavización de las políticas monetarias. El caso más paradigmático de este movimiento lo constituye la relajación de las condiciones de la oferta monetaria en Estados Unidos, donde los tipos de interés de intervención de la Reserva Federal se han

reducido en ocho ocasiones, y se han colocado en niveles similares, e incluso inferiores, a los que prevalecían en los años previos al ciclo inflacionista de los años setenta. La flexibilización de las condiciones monetarias se ha producido a pesar de un cierto detenimiento en el proceso de consolidación de las políticas presupuestarias.

Aunque sea apartarse un poco del contenido principal de este artículo, conviene señalar que una situación de esta naturaleza no está exenta de riesgos inflacionistas. Es cierto que el comportamiento de la inflación no muestra, por el momento, signos de deterioro a nivel internacional, que las expectativas de inflación, que reflejan los mercados a través de los tipos de interés a largo plazo, tampoco anticipan una aceleración de los precios y que, en general, los agregados monetarios y crediticios transcurren por sendas de crecimiento moderado. Tan moderado que, en algunos casos, los analistas se preguntan si el escaso crecimiento de la liquidez y del crédito no podría actuar como un factor que ahogase la incipiente recuperación.

Sin embargo, frente a estas valoraciones es necesario tener en cuenta, también, que las expectativas de inflación reaccionan siempre, al inicio de los procesos de aumento de la inflación, con cierto retraso, y que los tipos de interés a largo plazo pueden reflejar, en estas circunstancias, un optimismo excesivo que luego no se ve corroborado por los hechos. Paralelamente, el bajo crecimiento de las magnitudes monetarias puede ser el reflejo de una tendencia al aumento de la velocidad de circulación, que podría ser explicado por un descenso en el valor de la riqueza financiera producido como consecuencia de un ajuste inevitable de los precios de los activos financieros. Estos han podido crecer, a lo largo de la última fase expansiva, de una forma que no se correspondía con las posibilidades de rentabilidad real que las economías han mostrado posteriormente.

LA POSICION CICLICA DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Junto a las modificaciones que se han producido en los condicionamientos externos de la política monetaria española, durante 1991 se han ido consolidando, también, cambios muy marcados en la posición cíclica de la economía española. El conjunto de medidas adoptadas desde finales de 1988, con el fin de frenar el ritmo de crecimiento de la demanda interior, y la propia maduración de

un ciclo expansivo que se había caracterizado por su longitud y extraordinaria intensidad, han terminado por reconducir el ritmo de crecimiento del gasto y de la producción hacia una senda más moderada. De esta forma, la economía española ha seguido un cierto paralelismo con el ciclo de las economías más industrializadas, si bien manteniendo un diferencial positivo de crecimiento tanto en el auge como en la recesión.

De hecho, a principios de 1991 la economía española había recorrido la fase descendente del ciclo económico, y el ritmo de crecimiento de la demanda interna y del producto interior bruto parecían haber alcanzado un suelo en torno a tasas considerablemente más moderadas que las que habían prevalecido en años anteriores. La demanda interna, que en 1989 había crecido un 7,8 por 100, en 1990 lo había hecho en un 4,5 por 100, colocándose a finales de ese año por debajo del ritmo de crecimiento del producto. En este comportamiento destaca la desaceleración sufrida por la inversión en bienes de equipo, que ha pasado de las altas tasas que se registraron en el período 1987-1989 (con una tasa media superior al 16 por 100 en términos reales) a experimentar tasas negativas en la segunda parte de 1990, que se han prolongado durante el primer semestre de 1991. De acuerdo con estas tendencias, se espera que en 1991 el ritmo de crecimiento de la demanda se haya situado en el 3,4 por 100, y el de la producción en el 2,6 por 100.

En este clima de menor nivel de actividad, la posición financiera de la empresa se ha visto afectada negativamente por la compresión de los márgenes de explotación, que se había iniciado en la última parte de la fase expansiva y que se ha visto intensificada, recientemente, por el mantenimiento de ritmos elevados de crecimiento de los salarios y por la carestía de los recursos financieros ajenos.

Sin embargo, a pesar de los avances realizados en la contención de la demanda interna, el progreso en la corrección de los desequilibrios de la economía española ha sido lento e insuficiente. La reducción de la tasa de inflación ha sido modesta, y sigue mostrando síntomas preocupantes de resistencia a la baja —principalmente derivados del alto dinamismo de los precios de los servicios y de los salarios— que pueden impedir la continuidad del necesario proceso de convergencia nominal con los países más estables del SME.

En estas condiciones, la política monetaria ha tenido que articular el mantenimiento del tono restrictivo necesario para asegurar la prioridad anti-

inflacionista de la política económica con la necesaria adaptación a la nueva posición cíclica de la economía española, que requería una suavización de las condiciones de restricción que habían estado vigentes en el período anterior. Ello implicaba el levantamiento de las restricciones crediticias que habían estado en vigor en 1990, la vuelta a los mecanismos habituales de control monetario basados en el respeto al libre desenvolvimiento de los mercados y un cierto ajuste de los tipos de interés.

La instrumentación de la política monetaria reciente ha respondido, en líneas generales, a esta orientación. Sin embargo, el predominio de condiciones monetarias más relajadas en otros países han condicionado, y en ocasiones dificultado, el seguimiento de los objetivos domésticos, debido a las restricciones que impone un régimen de tipo de cambio semi-fijo como es el del SME.

La economía española ha registrado durante 1991 una reducción muy pronunciada de los tipos de interés. Hasta noviembre, el tipo básico de intervención del Banco de España se ha recortado en seis ocasiones, que han totalizado una reducción de 2,2 puntos. Por su parte, el tipo de emisión de las letras del Tesoro se ha rebajado en 2,7 puntos.

Los diferenciales de tipos de interés con Alemania se han reducido de forma muy marcada. El tipo de interés de la subasta decenal del Banco de España era, en enero de 1990, 6,5 puntos superior al tipo de interés lombardo, y en enero de 1991, 5,7 puntos; pero en octubre de este año esta diferencia se había reducido a 3,25 puntos. Los diferenciales con los restantes países del SME y con Estados Unidos también se han reducido, aunque con menos intensidad; sólo con el Reino Unido, que ha experimentado recortes muy pronunciados de tipos, las diferencias han aumentado. Este movimiento de aproximación de los tipos de interés españoles a los europeos se ha trasladado a todos los plazos, lo que refleja, en principio, unas expectativas arraigadas de convergencia de los tipos de interés nominales.

La magnitud del ajuste de los tipos de interés nominales en España ha sido sensiblemente superior a las ganancias experimentadas en el terreno de la inflación, por lo que los tipos de interés reales (ajustados de la inflación pasada) han registrado también recortes significativos. De esta forma, los tipos de interés reales españoles se han aproximado a los tipos de interés de los países europeos, siendo esta aproximación más pronunciada en los tipos a más largo plazo. Como consecuencia de ello, el tipo de interés real de la deuda pública a

largo plazo se ha llegado a colocar en España, en los últimos meses, en niveles ligeramente inferiores a los registrados en Francia.

Este descenso de los tipos de interés refleja, en parte, la adecuación del tono de la política monetaria a los progresos realizados en materia de reducción de la inflación y a la nueva posición cíclica de la economía española, una vez que las medidas adoptadas para reducir el ritmo de crecimiento de la demanda interna han producido el resultado buscado. Pero, en parte, también han sido consecuencia de la restricción procedente de los compromisos de estabilidad cambiaria, en un contexto en el que las políticas monetarias han tendido mayoritariamente hacia una cierta relajación, y en el que los pasos dados hacia la liberalización de los movimientos de capital y la mayor integración de los mercados financieros han reforzado la tendencia hacia la convergencia de los tipos de interés.

La pauta temporal y la intensidad de las reducciones de los tipos de interés se han visto afectadas por la restricción exterior impuesta por los compromisos de estabilidad cambiaria, especialmente en los meses de marzo a mayo, en los que la peseta se situó en el límite de máxima apreciación dentro del SME. Sin embargo, en los últimos meses dichas tensiones han desaparecido, y la peseta se ha desenvuelto sin problemas en la parte alta de la banda del SME.

Así, puede decirse que la evolución monetaria en el último año ha sido un ejemplo claro de cómo las restricciones exteriores pueden afectar a la política monetaria española. Parece que la pérdida de autonomía en el manejo de las políticas nacionales, que se está manifestando en todas las economías como resultado de la creciente interdependencia, está afectando a España con especial intensidad como consecuencia de la aceleración de la integración europea y de nuestra tardía incorporación a ésta. Por ello, merece la pena detenerse en la consideración de este aspecto.

Desde bastante tiempo antes de la entrada de la peseta en el SME, en la economía española existían límites efectivos para la libre fluctuación del tipo de cambio y, en consecuencia, para la plena autonomía de la política monetaria. Estos límites se derivaban de la influencia negativa que la excesiva variabilidad del tipo de cambio ejercía sobre la actividad real, sobre la formación de las expectativas, sobre el necesario clima de certidumbre de las decisiones a medio y largo plazo de los agentes económicos y, sobre todo, sobre los flujos de comercio y la especialización de la estructura produc-

tiva. Ello había llevado al seguimiento flexible de ciertos objetivos no oficiales del tipo de cambio.

Sin embargo, las limitaciones que se derivaban para el diseño de las políticas económicas nacionales y para la toma de decisiones, como consecuencia de la búsqueda de una cierta estabilidad cambiaria, no estaban formalizadas, y los agentes económicos no eran plenamente conscientes de ellas, por lo que la economía española se encontraba en una situación poco favorable: estaba sometida a las limitaciones propias de la pertenencia a un área de tipo de cambio fijo, pero, en cambio, no estaba en condiciones de aprovechar las ventajas potenciales de un sistema de estas características.

La alternativa a la entrada en el SME habría sido usar el margen de autonomía de la política monetaria fuera del SME para aplicar dosis de restricción monetaria superiores, aceptando una apreciación mayor del tipo de cambio. Pero esta alternativa no habría conducido probablemente a una mejora de la convergencia, y habría generado, en cambio, numerosos problemas, cuyo análisis desborda el marco de este trabajo.

En cambio, la formalización de unos compromisos de fijeza cambiaria (con ciertos márgenes de flexibilidad y con la posibilidad de corregir la acumulación de desequilibrios a través de realineamientos, si fuera necesario) aparecía como una alternativa más consistente, que permitía obtener los beneficios de credibilidad y de disciplina de un sistema de estas características, detener los círculos viciosos, que conducían a permanentes apreciaciones del tipo de cambio, y acelerar la transición hacia un nuevo régimen de política económica similar al de los países estables del SME, y basado en los siguientes elementos: prioridad de la estabilidad económica, establecimiento de un marco de certidumbre para las decisiones de medio y largo plazo que facilite la formación de expectativas con un horizonte de estabilidad de precios, y renuncia al uso del tipo de cambio como instrumento para acomodar la falta de disciplina o de eficiencia, lo que significa que la mejora de la competitividad se tiene que basar en la moderación de los costes interiores.

La experiencia de los países que han recorrido este camino, o que lo han intentado, muestra que dicha transformación lleva tiempo, exige ajustes en la conducta de los agentes y de las instituciones, y comporta fricciones, porque es muy difícil converger desde tasas de inflación más altas en un marco de elevada integración económica y financiera y con tipos de cambio semi-fijos. Es un cambio muy profundo, cuyo éxito no está asegurado.

LA COORDINACION DE LAS POLITICAS MONETARIAS EN EL AMBITO COMUNITARIO

La experiencia reciente muestra que durante el proceso de convergencia de la economía española con los países más estables del SME tiene una gran importancia el papel ambivalente que puede desempeñar la restricción externa como estímulo de disciplina y de credibilidad que favorece el cambio de régimen de la política económica, pero también como límite para la autonomía de ésta.

Las restricciones exteriores, derivadas, en primer plano, de los compromisos cambiarios asumidos en el SME, pero también, en un nivel más profundo, de la propia integración económica, pueden favorecer un cambio en la conducta de los agentes y de las instituciones en la dirección necesaria para hacer posible el asentamiento de un esquema de funcionamiento económico en el que la estabilidad esté más arraigada, pero pueden también obstaculizar, en algunos momentos, la aplicación de las políticas de estabilidad necesarias para converger, como postula la conocida crítica de Walters.

Mientras no se alcance la convergencia nominal necesaria, la economía española puede desenvolverse entre la posibilidad de un círculo virtuoso, en el que la estabilidad y la fortaleza del tipo de cambio aceleren el proceso de ajuste y reduzcan sus costes, y la posibilidad de un círculo vicioso, en el que la restricción exterior actúe como una limitación, más o menos severa, para aplicar las políticas necesarias orientadas a la estabilidad.

La solución de los problemas que plantea la creciente interdependencia debe abordarse desde la coordinación de las políticas monetarias propia de las fases de transición hacia la unión monetaria, y a partir de los condicionamientos derivados de la nueva situación que atraviesa el SME, que está dando lugar a la aparición de nuevos dilemas de política económica que también afectan al margen de autonomía de la política monetaria española.

Es conveniente, por tanto, considerar estos posibles dilemas no sólo desde la perspectiva habitual de las restricciones que el SME puede imponer a la consecución de los objetivos domésticos, sino también desde la perspectiva del distinto significado que para el conjunto del sistema puede tener la resolución de los mismos en una u otra dirección, limitando la capacidad de actuación de unos u otros países. Por ello, me ha parecido apropiado finalizar esta ponencia con una revisión de los prin-

cipales problemas que plantea la coordinación de las políticas monetarias en el ámbito comunitario desde la realidad actual del SME.

Aumento de la credibilidad de la parrilla de paridades

En los últimos años, se ha producido un cambio muy profundo en la política económica de los países comunitarios como consecuencia de la creación de un mercado único de factores, bienes y servicios y del avance hacia la unión monetaria. Estos proyectos, además de afectar decisivamente a las reglas de conducta y a las expectativas de agentes e instituciones, han inducido una marcada transformación del propio SME.

En el pasado, el deseo de los países con menor estabilidad de evitar devaluaciones, determinaba que las políticas disciplinadas que aplicaba el Bundesbank tuviesen efectos estabilizadores sobre toda la zona. Se trataba de un sistema asimétrico puro, en el que las políticas monetarias estrictas, que fundamentaban la fortaleza del marco, suministraban el anclaje nominal para toda el área de estabilidad cambiaria. Las monedas de los países con más inflación se comportaban como monedas débiles, sometidas a unas expectativas de depreciación; por lo que, para asegurar el compromiso de estabilidad cambiaria, se veían obligadas a practicar políticas monetarias estrictas y tipos de interés elevados. Como se sabe, de esta forma las monedas débiles podían importar la disciplina y la reputación del Bundesbank.

Sin embargo, en los últimos dos años la situación ha cambiado drásticamente:

En primer lugar, diversos factores han inclinado a los gobiernos a renunciar al uso frecuente de los realineamientos de paridades que el propio SME permite. Los gobiernos parecen pensar que la mejor forma de obtener con rapidez el cambio en la conducta de los agentes y de las instituciones que se espera de un sistema de tipo de cambio semifijo es a través de una explotación intensiva de las propiedades estabilizadoras de un régimen de esta naturaleza, tratando de aprovechar al máximo los efectos de la estabilidad cambiaria. Paralelamente, los gobiernos esperan que el mantenimiento de una cierta fijeza del tipo de cambio suministre la preparación adecuada para la unión monetaria.

Estos argumentos han venido a sumarse a la escasa virtualidad que normalmente se atribuye a las modificaciones del tipo de cambio como instru-

mento para aliviar, de forma sostenida, los problemas de competitividad, frente a los efectos negativos que las devaluaciones suelen tener sobre el comportamiento de los precios y la formación de las expectativas.

Por último, habría que citar que la creciente integración económica y financiera de Europa tiende a homogeneizar las estructuras productivas y a reducir grandemente la probabilidad de perturbaciones asimétricas, en las que los ajustes cambiarios serían la respuesta de política económica adecuada. En la nueva situación de la Europa comunitaria, las perturbaciones asimétricas más probables son las que, precisamente, proceden de distorsiones en los mercados de trabajo, en forma de presiones salariales excesivas, o de los sesgos inflacionistas de las políticas domésticas. Situaciones en las que la devaluación del tipo de cambio tendría unos efectos acomodantes muy poco recomendables.

En cualquier caso, los mercados han captado y asimilado esta orientación de las autoridades a través de la conducta reciente del SME, que no ha registrado realineamientos de paridades desde 1987, a pesar de que ha habido periodos en los que se han producido rumores generalizados y pronunciamientos explícitos en esta dirección.

En esta situación, la parrilla de paridades ha alcanzado una elevada credibilidad, y los movimientos de capital se han orientado en la dirección de reforzar la estabilidad de los compromisos cambiarios vigentes. Los enfoques académicos argüían que la plena liberalización de los movimientos de capital podía generar procesos especulativos muy intensos que imposibilitasen el mantenimiento de los tipos de cambio establecidos, si no se daban unas condiciones satisfactorias de convergencia. La evolución efectiva reciente refleja, sin embargo, un predominio de las expectativas de un comportamiento disciplinado de las autoridades, las cuales confieren un carácter estabilizador de los tipos de cambio a los movimientos de capital de corto plazo.

El aumento de la credibilidad de la parrilla de paridades tiene numerosas e importantes repercusiones para la conducción y la coordinación de las políticas económicas.

En primer lugar, desaparecen las expectativas de depreciación de las monedas de los países con tasas de inflación más elevadas, por lo que si estos países mantienen tipos de interés nominales más elevados, como corresponde a su pretensión de converger con los países más estables, se ven

afectados por entradas de capital, que hacen que su moneda se comporte como una moneda fuerte. Es decir, puede surgir la llamada paradoja de los tipos de interés, o de los tipos de cambio, según la cual las monedas inflacionistas se comportan como monedas fuertes, mientras que las monedas de países más estables pueden comportarse como monedas débiles.

En definitiva, el aumento de la credibilidad de los compromisos cambiarios refuerza la tendencia hacia la convergencia de los tipos de interés nominales, con relativa independencia de la convergencia en materia de inflación, lo que supone una reducción sustancial del posible margen de autonomía para diferenciar las políticas monetarias nacionales de acuerdo con las exigencias de la problemática doméstica de cada país. Ello puede implicar, especialmente, que los países más inflacionistas no puedan diferenciar suficientemente sus políticas monetarias, en consonancia con la necesidad de abordar objetivos de estabilización más rigurosos, por lo que aumentan los riesgos de que estos países se vean privados de los instrumentos necesarios para converger en materia de inflación, surgiendo, entonces, mayores probabilidades de que se produzcan los círculos viciosos que preconiza la crítica de Walters.

De forma similar, en la nueva situación del SME, el desbordamiento de los efectos de las políticas presupuestarias de unos países sobre otros se hace más pronunciado. Así, por ejemplo, si un país de alta inflación adopta una combinación de políticas que hace descansar sobre la política monetaria la mayor parte de los esfuerzos de estabilización, permitiendo mayor holgura a la política presupuestaria, ello ejerce una presión al alza sobre los tipos de interés que puede afectar al área en su conjunto y restringir el margen de maniobra de las monedas más débiles o de los países que, en función de su situación interna, deseen aplicar políticas monetarias más relajadas.

Cambios en el comportamiento inflacionista de los países miembros del SME

Junto al aumento de la credibilidad de la parrilla de paridades, se han producido también cambios muy significativos en el comportamiento inflacionista de los países pertenecientes al mecanismo de cambios. Un núcleo importante de países ha asimilado las propiedades estabilizadoras del sistema, ha completado el cambio de régimen de la política económica y se ha situado en una senda duradera y sostenible de estabilidad. A la vez, Ale-

mania se ha visto sometida a una perturbación singular, con motivo de la reunificación, que se ha traducido en un deterioro sensible de su tasa de inflación: en el período 1991-1992 la inflación alemana va a estar en torno al 4 por 100, tasa superior a la de otros países del Sistema, y que se sitúa dos puntos por encima de lo que el Bundesbank considera normalmente compatible con el concepto de estabilidad.

Este patrón de comportamiento de las tasas de inflación supone que el modelo asimétrico del SME ya no funciona de la misma forma que lo había hecho durante la década de los ochenta.

En primer lugar, no puede decirse que la actual tasa de inflación alemana esté actuando como factor de contención de la inflación en el área en su conjunto; por un lado, porque hay países que tienen mejor comportamiento inflacionista y, por otro, porque algunos países están recibiendo incluso impactos desfavorables procedentes de la inflación alemana, bien directamente a través de los precios de los productos importados de Alemania, bien a través de los efectos sobre las expectativas y los salarios. Tal parece ser el caso de la economía holandesa.

En segundo lugar, el núcleo de los países estables no parece necesitar ningún anclaje externo para mantener la prioridad anti-inflacionista de sus políticas económicas. Estos países han alcanzado un punto en el que éstas tienen credibilidad por sí mismas.

Finalmente, tampoco los países con mayores problemas inflacionistas encuentran en la estabilidad del tipo de cambio de sus monedas con el marco un resorte fundamental para la convergencia en materia de inflación. Por el contrario, se dan situaciones en las que los mecanismos de disciplina cambiaria actúan como una restricción para aplicar las políticas de estabilidad necesarias.

Todo ello no quiere decir que la contribución del marco a la estabilidad del área no continúe siendo decisiva. Las perturbaciones que sufre la economía alemana tienen un carácter transitorio, y así lo anticipan los mercados que atribuyen al marco los tipos de interés a largo plazo más bajos. A medio plazo, resulta difícilmente concebible un área de estabilidad económica en Europa si dicha estabilidad no se da en Alemania. Por todo lo cual, el papel del marco seguirá siendo fundamental, aunque ya no funcione como ancla del sistema en la misma forma en que lo ha estado haciendo a lo largo de toda la década de los ochenta.

Controversias actuales sobre la política monetaria global de la CE

En la situación actual, las reglas de decisión ya no son tan claras como lo eran en un sistema asimétrico puro, donde todos los países debían seguir la pauta de estabilidad que fijaba el país líder. Así pueden surgir, y de hecho están surgiendo, algunas controversias a la hora de definir el tono global de la política monetaria en la Comunidad, o la política cambiaria del ecu frente a terceras monedas, o a la hora de dirimir conflictos como los que pueden surgir en situaciones de paradoja de tipos de interés.

Así, por ejemplo, en la situación actual algunos países argumentan que las condiciones monetarias globales del área no deberían establecerse atendiendo a los requerimientos de la situación especial por la que atraviesa Alemania, y que los niveles de estabilidad que registran otros países de gran dimensión, como Francia, les capacita para ejercer el liderazgo en la fijación de los tipos de interés a través de un sistema de anclaje compartido.

Sin embargo, otros países temen que recurrir a un sistema de anclaje compartido en una situación, como la actual, en la que los países más estables, con la excepción de Alemania, están atravesando por una fase de recesión, implique una relajación del tono de las políticas monetarias que dificulte las tareas de estabilización de los países más inflacionistas.

También se plantean conflictos, debido a la ausencia de reglas de decisión claras, cuando se registran tensiones cambiarias entre dos monedas que no desempeñan funciones reconocidas de anclaje. Sobre todo cuando esas tensiones se registran en una situación paradójica, en la que la moneda fuerte corresponde a un país con mayor tasa de inflación, y con mayores problemas de convergencia, y la moneda débil pertenece a un país con un alto nivel de estabilidad.

Una situación de estas características plantea problemas en dos áreas diferentes, pero relacionadas entre sí: la definición del tono monetario adecuado en el conjunto del área y la de la elección del *policy-mix* adecuado en cada país.

La toma de decisiones en situaciones de tensión, como la descrita en la llamada paradoja de los tipos de interés, debe abordarse con una visión de conjunto, y no basta un enfoque bilateral. Una solución de esta clase de conflictos a favor de los intereses del país más estable, para aliviar la debilidad cíclica de su economía, podría suponer una relajación de las condiciones monetarias del área

que, a su vez, podría hacer más difícil la convergencia nominal en toda la zona. Una definición más simétrica de las políticas monetarias requiere, en cambio, la adopción de decisiones a través de un sistema de coordinación que tenga en cuenta los intereses globales del área, entre los que se deben incluir las dificultades de convergencia de los países con mayor inflación.

En el pasado, todo intento de coordinación de políticas o de mayor simetría en las decisiones fue rechazado porque era visto como una vía para introducir una peligrosa relajación en la política monetaria del país ancla. Sin embargo, en este tipo de situaciones, la coordinación estaría libre de toda sospecha, ya que supondría mayor restricción monetaria en el área y serviría al objetivo de la mejora en la convergencia hacia tasas bajas de inflación.

El principal obstáculo para que la coordinación de las políticas se realice, teniendo en cuenta las dificultades de convergencia de los países con mayor inflación, es el temor de los países más estables a que su sacrificio, en términos de menor crecimiento, no sea aprovechado para mejorar la convergencia de los países con mayor inflación, sino para mantener políticas subóptimas; en particular, temen que ese margen sea usado para seguir descansando en la política monetaria como principal instrumento anti-inflacionista y para retrasar el ajuste de la política presupuestaria o la necesaria moderación de los salarios nominales.

Por ello, la solución de los problemas planteados por la llamada paradoja de los tipos de interés requiere la adopción de los *policy-mix* apropiados en cada país. Ello significa que la coordinación de las políticas monetarias no puede hacerse sin una valoración global del conjunto de la situación macroeconómica de los países implicados, y que ésta debe tener en cuenta la contribución que corresponde a cada instrumento de la política económica, y no sólo a los monetarios.

En líneas generales, éstos son los términos en los que están planteados los ejercicios de coordinación *ex-ante* de las políticas monetarias y de supervisión *ex-post*, que están realizando, ya desde el comienzo de la primera fase de la unión monetaria, tanto el Comité de Gobernadores como el Consejo ECOFIN. Ello significa, desde el punto de vista de la política presupuestaria, que no es suficiente atender al cumplimiento de una serie de reglas de disciplina en cuanto a la dimensión del déficit y a su financiación, sino que también es necesario discutir, desde un punto de vista macroeconómico, su adecuación a los requerimientos de convergencia.

CONCLUSION

He querido insistir, a lo largo de este artículo, en aquellos aspectos de la política monetaria española que más sobresalen desde la perspectiva de su coordinación con las restantes políticas monetarias comunitarias. He planteado así mi exposición porque creo que esta dimensión es la que está adquiriendo mayor importancia conforme avanza nuestra participación en el proyecto de unión monetaria europea.

La política monetaria pertenece todavía al ámbito de los instrumentos sometidos a las soberanías

nacionales, y así será hasta que no se dé el paso a la tercera fase, cuando dicha soberanía sea transferida a una autoridad monetaria supranacional.

Sin embargo, durante el proceso de transición, la eficacia de la contribución de la política monetaria a la consecución de la convergencia nominal necesaria dependerá de la adaptación de todos los agentes —y, por tanto, de los restantes instrumentos de la política económica— a las restricciones exteriores que impone la participación en un área monetaria integrada, y de la adecuada coordinación a escala comunitaria de las políticas económicas nacionales.

LA POLÍTICA MONETARIA EN EL NUEVO MARCO EUROPEO

Luis RODRIGUEZ SAIZ
Jesús PAUL GUTIERREZ

I. INTRODUCCION

Entendemos por nuevo marco de la política monetaria española el que se va configurando a partir del momento de la integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo (SME). Por tanto, a las vicisitudes por las que atraviesa nuestra política monetaria desde entonces, y a las que tendrá que afrontar en un futuro próximo, va dirigido principalmente este trabajo. Sin embargo, como no resulta fácil comprender el proceso sin una referencia previa al contexto en que, hasta el momento de la integración, operó dicha política, comenzaremos refiriéndonos a ello brevemente.

Como es bien conocido, es en el año 1974 cuando empieza a aplicarse en España una política monetaria activa, siguiendo los esquemas que ya eran habituales en los principales países desarrollados desde comienzos de la década.

En su instrumentación, se eligió como objetivo intermedio la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas (M3), por la mayor capacidad de control de este agregado monetario, frente a los tipos de interés, y porque esta variable era la que tenía más relevancia como lazo de unión entre los fenómenos monetarios y los fenómenos reales y, por consiguiente, como vehículo de transmisión entre la política monetaria y la evolución de la coyuntura (Rojo, y Pérez, 1977).

Este objetivo se mantuvo durante un decenio, con importantes dificultades de consecución en los setenta y un grado de eficacia muy superior desde 1980, para situar la tasa de crecimiento efectiva dentro de los límites de la banda fijada como objetivo.

Sin embargo, nuestro sistema financiero había comenzado decididamente, también a partir de 1974, una profunda reforma para aproximarse en su funcionamiento a los esquemas de libertad pro-

prios de una economía de mercado; en este contexto, se estaba produciendo un vigoroso proceso de innovación financiera y la aparición de nuevos intermediarios e instrumentos financieros, junto a la transformación de los existentes. Estos instrumentos —bonos de caja y tesorería, pagarés de empresa y bancarios, letras, títulos hipotecarios y pagarés del Tesoro— tuvieron una gran difusión y una favorable acogida, por parte de los ahorradores, como consecuencia de su gran liquidez y superior rentabilidad frente a los tradicionales depósitos bancarios.

Pero, lógicamente, este proceso hizo que las disponibilidades líquidas perdieran importancia como fuente única de determinación de los flujos de gasto nominal o monetario, a consecuencia de la proliferación de esos activos muy líquidos y, por tanto, próximos al dinero. «En efecto, todo lo anterior mostraba que la relación entre M3 y el gasto monetario perdía estabilidad, al tiempo que una nueva variable más comprensiva que la anterior, los activos líquidos en manos del público, registraba una relación más estable y significativa con el nivel de gasto monetario» (Gil, 1984).

La situación descrita alcanzó su máximo desarrollo durante el año 1983, en el que las autoridades, sin establecer un objetivo de crecimiento para los activos líquidos en manos del público (ALP), siguieron su evolución para, en caso necesario, provocar correcciones en la evolución de M3. Por otra parte, en ese mismo año, el crecimiento de los factores autónomos de creación de liquidez, a consecuencia sobre todo de las necesidades de financiación del déficit público, forzaron al Banco de España a la emisión de un elevado volumen de certificados de regulación monetaria (CRM), cuyos altos tipos de interés provocaron elevados costes de control monetario a nuestro banco emisor. Todo ello aconsejó, a finales de 1983, la modificación del coeficiente de caja, incluyendo en él a los nue-

vos instrumentos financieros, y su elevación hasta el nivel del 18 por 100 (1).

A partir de enero de 1984, una vez modificado el coeficiente de caja y mejorada la información estadística sobre los componentes de ALP, las autoridades fijaron el nuevo objetivo intermedio en términos de tasa de crecimiento de dicha magnitud, que no implicó, sin embargo, el abandono de M3, que se consideró también un objetivo intermedio a más corto plazo por parte del Banco de España (Parejo, Rodríguez Saiz, y Cuervo, 1991).

A lo largo de 1986, la inestabilidad en la demanda de los ALP «llevó al Banco de España a relegar, transitoriamente, en ciertos períodos, sus objetivos de cantidades, poniendo mayor énfasis en lograr una evolución ordenada de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios» (Banco de España, *Informe anual*, 1987).

En efecto, ya en el momento de realizar la programación monetaria para 1986, las autoridades debieron enfrentarse a una serie de problemas derivados de las dificultades de previsión del crecimiento de la demanda de ALP a lo largo del año, como consecuencia de diversos factores, entre los que destacaban las repercusiones de la implantación del IVA y los provocados por los cambios en la normativa fiscal de determinados activos financieros de la Ley 14/1985. Ante lo incierto de la situación, los objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero se fijaron de forma más flexible, estableciendo una banda de tres puntos para la senda de crecimiento de los ALP, pero renunciando a precisar *a priori* un punto de referencia dentro de la misma, reservándose la posibilidad de tratar de situarse en alguno de sus extremos a medida que se tuviese información sobre la evolución de la demanda de ALP.

En 1987, se acentuaron las dificultades del año anterior, registrándose una notable inestabilidad en los agregados monetarios y una desviación total del objetivo de crecimiento de ALP, que, habiendo sido fijado por las autoridades en una banda del 6,5-9,5 por 100, se concretó en un 14,3 por 100. Contribuyeron a ello las mismas razones que el año anterior y los cambios en la financiación del déficit público, que provocaron reajustes en las carteras del público, variaciones en la velocidad de circulación de los componentes de ALP, muy sensibles a la evolución de los tipos de interés, y, en consecuencia, un notable empeoramiento de la relación entre la evolución de ALP y la del PIB nominal, lo que puso en duda el mantenimiento de este agregado monetario como objetivo intermedio de la política monetaria.

Como, de forma acertada, señala Raimundo Ortega, «estos episodios de 1987 revelaban ya la creciente pérdida de autonomía de la política monetaria en un contexto de economías interdependientes, en el que los flujos internacionales de capitales no tienen prácticamente obstáculos para explotar posibles inconsistencias entre políticas de tipos de interés internos y política de cambios» (Ortega, 1988, pág. 32).

Durante 1988, sin embargo, se recuperó en gran medida la estabilidad monetaria; la tasa de crecimiento de los ALP se situó en el límite superior de la banda objetivo, los mercados monetarios tendieron a normalizarse y los tipos de interés se redujeron, aproximándose a los de los mercados internacionales. Ello no obstante, la aparición de tensiones inflacionistas en los últimos cuatro meses del año hizo que las autoridades volvieran a utilizar políticas monetarias restrictivas, iniciándose un proceso de escalada de los tipos de interés.

Al comenzar 1989, se mantenían las tensiones, a pesar de la elevación de los tipos de interés. En febrero, las autoridades tuvieron que recurrir a elevar el coeficiente de caja y a establecer un depósito obligatorio no remunerado en el Banco de España del 30 por 100 de financiación exterior de los residentes.

En efecto, tras el verano de 1988, la economía española comenzó a presentar claros síntomas de crecimiento excesivo de la demanda nacional, acompañados de un deterioro muy rápido de las cuentas exteriores, con aceleración de costes y precios, y agravamiento de las expectativas de inflación. En estas circunstancias, y en ausencia de los necesarios apoyos de otras políticas económicas, la política monetaria había de tener, forzosamente, un carácter contractivo y riguroso.

A pesar de ello y de las medidas complementarias adoptadas, al final del primer semestre de 1989 la demanda interna seguía presionando con fuerza, sin que la política aplicada fuera capaz de doblegarla; en medio de estas tensiones se decide, a partir del 19 de junio de este año, la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME.

II. LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA INTEGRACIÓN DE LA PESETA EN EL SME

En efecto, en las circunstancias citadas, las autoridades españolas pensaron que, quizá, el camino más adecuado para remediar la falta de credibilidad y eficacia que la política monetaria española

estaba padeciendo, consistía en asumir el compromiso de una mayor fijeza del tipo de cambio, en el marco de una más estrecha y vinculante coordinación de las políticas económicas españolas con las de los demás países del SME.

Las políticas monetarias y de tipo de cambio que venían practicándose por el Banco de España ya desde 1986 —es decir, tres años antes de la adhesión al SME— tenían como objetivo la convergencia respecto al resto de los países de la Comunidad, lo que planteó frecuentes conflictos entre los objetivos monetarios cuantitativos y la consecución de los límites de referencia establecidos para el tipo de cambio. La adhesión definitiva a los tipos de cambio del SME buscaba, ante todo, mejorar la capacidad de la política monetaria española para alcanzar su objetivo básico (el control de la inflación) a través principalmente de los efectos de disciplina y credibilidad que proporciona la estabilidad de los tipos de cambio.

El efecto disciplina (2) se produce, fundamentalmente, porque el mantenimiento del tipo de cambio, con una mayor tasa de inflación interior, se traduce en los costes que comporta el deterioro de la competitividad frente al exterior. Los productos nacionales reciben estímulos para competir, al no poder compensar, vía modificación del tipo de cambio, esta tasa de inflación diferencial. A su vez, el menor precio de los productos importados actúa como límite en la subida de precios de muchos productos interiores.

El efecto credibilidad (3) se deriva de la mayor confianza de los agentes respecto a un objetivo más permanente, como es el definido en términos de mantenimiento del tipo de cambio, lo que obliga a seguir la estrategia antiinflacionista de los países de mayor estabilidad dentro del Sistema (Fernández de Lis, 1990).

Sin embargo, el anclaje que suministra la estabilidad del tipo de cambio sólo es eficaz en la medida en que aquélla es percibida por los agentes como permanente a medio plazo, y ello sólo resulta posible si el crecimiento de la liquidez es compatible con la tasa de inflación existente en el área económica de estabilidad cambiaria. Esto obligó a las autoridades al seguimiento de una estrategia mixta que compatibilizase el crecimiento de los ALP con el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta dentro de la banda de ± 6 por 100 acordada con la incorporación al SME (Escrivá, y Malo de Molina, 1991).

Ante la imposibilidad de alcanzar ambos objetivos con un solo instrumento —la variación de los

tipos de interés a corto—, las autoridades se han visto forzadas a recurrir a otras medidas complementarias, consideradas poco ortodoxas, aunque haya sido de forma transitoria.

En efecto, a pesar del endurecimiento de la política monetaria y de los controles de cambios establecidos, los agregados monetarios y crediticios seguían registrando una notable aceleración, por lo que, unos días después de la incorporación al SME, las autoridades tuvieron que controlar de forma directa la expansión de la liquidez, imponiendo limitaciones al crecimiento del crédito bancario al sector privado.

Estos controles se mantuvieron a lo largo del segundo semestre de 1989 y durante todo el año 1990, y el cumplimiento de los objetivos de enfriamiento de la economía, junto con los compromisos cambiarios, resultó posible gracias a estas restricciones, puesto que el crecimiento de los ALP rebasó en ambos años el límite superior de la banda objetivo, a pesar del crecimiento de los tipos de interés y de su diferencia en más respecto a los comunitarios.

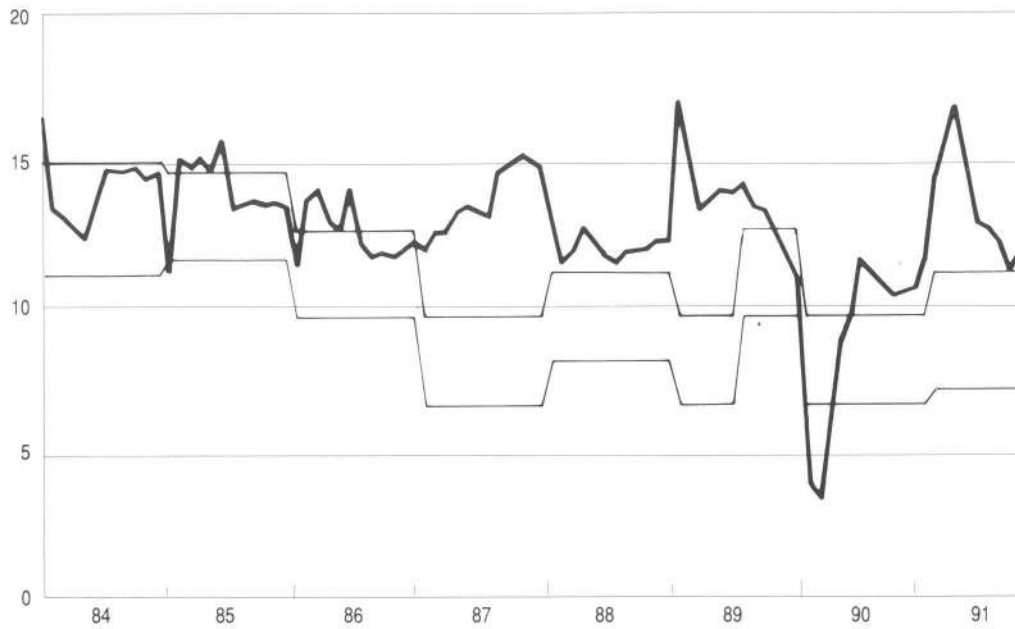
En el año 1991, la política monetaria ha seguido manteniendo los mismos objetivos de control de la inflación y estabilidad cambiaria dentro de la banda ancha del SME. El objetivo monetario de crecimiento de los ALP se ha ampliado a una banda entre el 7 y el 11 por 100, pero en su instrumentación sólo ha podido contar con los mecanismos de mercado, al suprimirse tanto las restricciones al crecimiento del crédito bancario como el depósito previo del 30 por 100 sobre los créditos exteriores.

A pesar de ello, parece que se está logrando un grado aceptable de consecución de los objetivos, por un doble motivo: la menor actividad desarrollada por los principales demandantes de crédito, a consecuencia del enfriamiento, acaso excesivo, de la economía española, y el descenso en los tipos de interés de los principales países, que ha forzado a practicar una política de descenso moderado también de los nacionales para mantener a la peseta sin rebasar el límite superior de su banda de fluctuación.

Esta estrategia de descenso de los tipos de interés, acordada a la vez que se ha anunciado el adelantamiento de un año en el sistema de libre circulación de capitales, ha propiciado un descenso en la presión apreciativa sobre la peseta que, a finales del verano, ha abandonado el límite superior de la banda, permitiendo en los últimos meses del año un cierto respiro para la política monetaria.

Gráfico 1

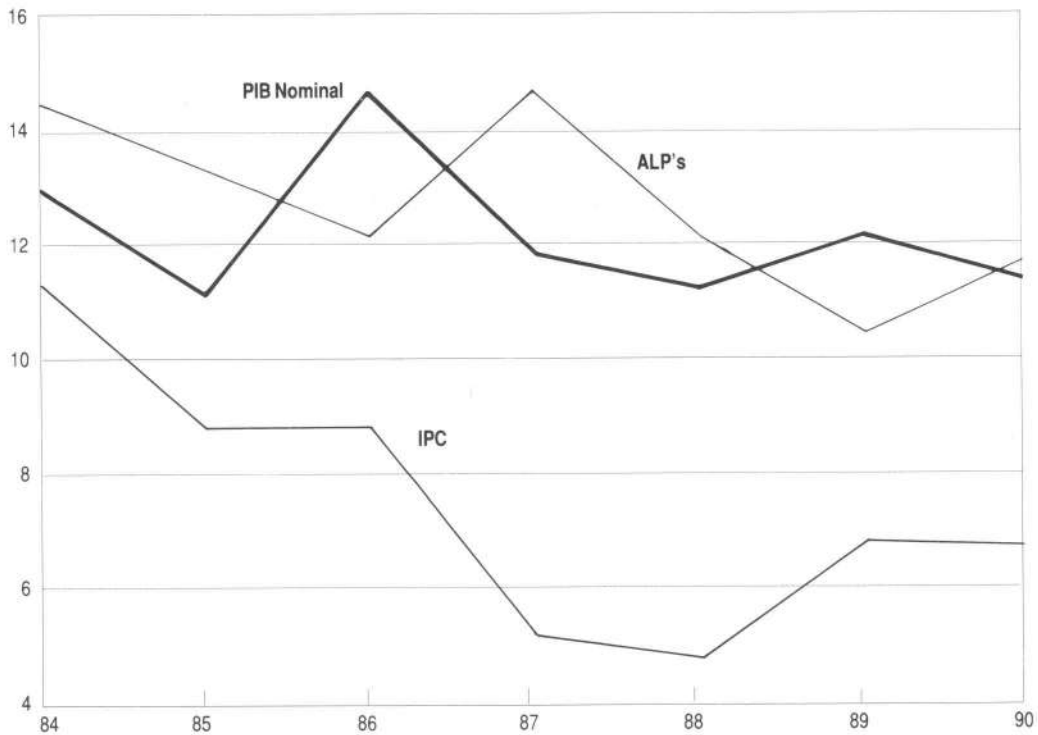
ACTIVOS LIQUIDOS EN MANOS DEL PUBLICO
(Tasa acumulada)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 2

TASAS DE VARIACION DEL PIB, LOS ALP Y EL IPC
(En porcentaje)



Fuente: INE y Banco de España.

III. LA SOLEDAD DE LA POLITICA MONETARIA

Como hemos visto, cuando se produce la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME, la política monetaria española estaba atravesando una fase de especial dificultad, que obligaba a las autoridades a reforzar su instrumentación con medidas poco ortodoxas y en nada acordes con el proceso de liberalización financiera aceptado en el marco de la unión económica y monetaria.

Este conjunto de circunstancias anómalas, que se extendieron a lo largo del bienio 1989-1990, fueron la consecuencia inevitable de lo que podemos considerar como los cuatro errores clave de la política económica española de regulación de la coyuntura:

Primero: *Utilizar exclusivamente una política de contracción de la demanda, sin impulsar el crecimiento de la oferta.*

El error radica, una vez más, en un tratamiento inadecuado de los problemas que ha de resolver la política económica, al no atender a las causas de los desequilibrios, sino a sus manifestaciones simples. En efecto, el exceso de demanda interna, generador de tensiones inflacionistas, no es sino la manifestación de la incapacidad de la oferta para seguir el crecimiento de la demanda, y esta incapacidad es, a su vez, el resultado de la insuficiencia del equipo capital de la economía española, tanto en volumen como en calidad, tras un decenio (1975-1985) de contracción de la inversión.

La causa última del déficit exterior y de la inflación no es otra que la falta de capacidad productiva de la economía española (Mauleón, 1990), y en estas circunstancias, sólo las políticas fiscales y estructurales dirigidas a mejorar la competitividad de nuestra economía podían suponer una solución a los problemas planteados.

Por tanto, la política a aplicar debería haber sido muy diferente. En lugar de utilizar una política monetaria restrictiva para enfriar la economía, ésta debería haber limitado su objetivo a conseguir una mayor estabilidad financiera y, por tanto, un marco de menor incertidumbre, en tanto que otras políticas se dirigían al fomento del ahorro nacional, variable estrategia fundamental para financiar el proceso inversor reiniciado con fuerza a partir de 1986, y único generador de los aumentos de productividad necesarios para corregir los desequilibrios de la economía española.

Segundo: *No utilizar unas políticas presupuestaria y fiscal adecuadas*

Al comenzar 1989, nuestra economía tenía planteada una serie de problemas surgidos ya en los últimos cuatro meses del año anterior. El crecimiento excesivo de la demanda interna respecto a la capacidad productiva, diagnosticado como «re-calentamiento», estaba produciendo tensiones inflacionistas y acentuando el desequilibrio de la balanza comercial, a la vez que los tipos de interés se encontraban en una fase de crecimiento derivado de la política monetaria aplicada en el último trimestre de 1988. Simultáneamente, existían tensiones político-sociales derivadas de la falta de diálogo entre empresarios, sindicatos y gobierno.

En estas circunstancias, parecía conveniente diseñar una política presupuestaria de signo restrictivo y propiciar una mayor moderación salarial. De esta forma, hubiera resultado más fácil la contención del crecimiento de la demanda interior y de los costes laborales, con las consiguientes menores tensiones sobre los precios y sobre el déficit exterior, aliviando al mismo tiempo la presión sobre la política monetaria, lo que permitiría mantener unos tipos de interés más bajos y menores tensiones sobre el tipo de cambio de la peseta (Rodríguez Saiz, y Paúl, 1990).

Sin embargo, las políticas presupuestaria y fiscal seguidas en el bienio 1989-1990 han diferido sensiblemente de lo que podría considerarse como óptimo, tanto por la cuantía del déficit como por la estructura de los ingresos y gastos públicos.

La política presupuestaria debería jugar un papel destacado en la recuperación del ahorro privado, mediante una reducción de la presión fiscal directa, a la vez que debería contribuir al incremento de la competitividad a través de una contención global y una reestructuración del gasto público a favor de los gastos en capital social —infraestructuras, educación y sanidad—, con una clara incidencia sobre la capacidad de crecimiento de la economía (González-Páramo, 1990). Ninguno de los dos objetivos ha sido cubierto: la presión fiscal directa se ha incrementado a la vez que aumentaba su falta de equidad (Rodríguez Saiz, 1991), y el peso de los intentos de contracción del gasto público ha recaído sobre los gastos de inversión, circunstancia repetida en los presupuestos de 1991 y 1992.

Así pues, las políticas presupuestaria y fiscal no han cumplido sus papeles ni siquiera en términos de contención de la demanda interior. Como ha señalado Viñals, «en nuestro país, la ausencia de políticas presupuestaria y fiscal de intensidad sufi-

ciente para reducir el crecimiento de la demanda interna, en línea con la evolución de la capacidad productiva efectiva de la economía, ha provocado la aparición de tensiones inflacionistas y un gradual deterioro de la balanza de pagos por cuenta corriente. Para moderar, en la medida de lo posible, los desequilibrios mencionados, la política monetaria ha debido asumir un carácter restrictivo, lo que ha propiciado el incremento de los tipos de interés y, a pesar de los controles de cambios establecidos, la entrada de capitales exteriores» (Viñals, 1990, pág. 78).

Tercero: *El abandono de la política de rentas.*

El diagnóstico respecto al desequilibrio observado en los últimos meses de 1988 entre la demanda interior y la capacidad productiva, que fuerza a las autoridades a una política de enfriamiento de la economía, debería haberse basado con más claridad en lo que constituía, sin duda, su causa principal de carácter endógeno, que no era otra que el reinicio de la carrera precios-salarios.

Desde que, en 1986, se abandona la política de concertación social, que tan brillantes resultados en la lucha contra la inflación había logrado a partir de los Pactos de la Moncloa (García de Blas, 1991), se comienzan a observar tensiones crecientes entre los interlocutores sociales, que culminan en la huelga general del 14 de diciembre de 1988. Sin tenerla en cuenta, resulta difícil comprender la evolución de la economía española en 1989 (Velarde, 1990) y también en 1990.

Los salarios monetarios, que habían experimentado una tendencia a la moderación basada en las expectativas descendentes de inflación, inician su escalada en los primeros meses de 1989, y esa situación se prolonga a lo largo del bienio 1989-1990, con los consiguientes efectos inflacionistas y su negativo impacto sobre la competitividad. En estas circunstancias, el peso de la lucha contra la inflación recae exclusivamente sobre la política monetaria, que tiene que comportarse de forma restrictiva, logrando moderar el alza de precios vía desaceleración de la demanda interna, pero al coste excesivo de una caída de la inversión privada y de los efectos negativos sobre el empleo que se dejarán sentir a partir del segundo semestre de 1991.

Conscientes de esta situación, las autoridades económicas han intentado recuperar el diálogo con los interlocutores sociales, a través del denominado Pacto de Competitividad, pero el mantenimiento de posiciones poco acordes con lo que ha de

ser el futuro de la economía española en el nuevo marco europeo ha impedido el entendimiento, y la política monetaria ha tenido que seguir luchando en solitario en todos los frentes del desequilibrio.

Cuarto: *Encomendar a la política monetaria el logro de objetivos múltiples.*

Ante el panorama descrito, las autoridades recurrieron, una vez más, al uso de la política monetaria restrictiva en su intento de frenar el crecimiento de la demanda interior; una política monetaria que venía mostrando ya claros síntomas de incapacidad, derivada tanto de los cambios experimentados en la transmisión de sus impulsos como de los efectos provocados por el vigoroso proceso de innovaciones financieras de la década de los ochenta (Rojo, 1989).

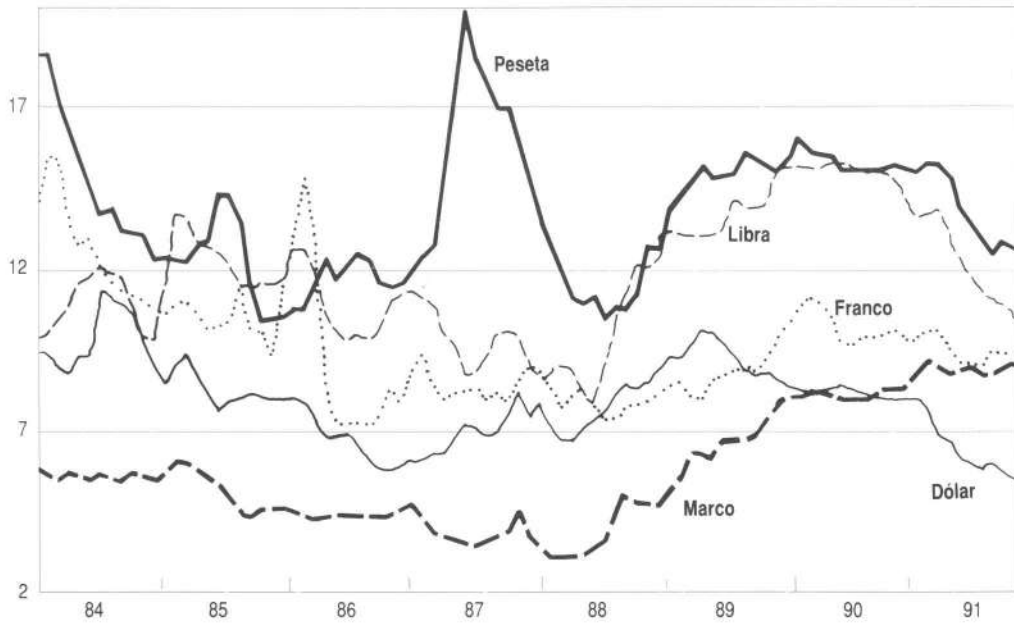
Y a esta política monetaria se le exigía entonces que desempeñara un papel que, evidentemente, no iba a poder cumplir sin el refuerzo de las medidas excepcionales ya descritas, de negativas consecuencias por sus efectos contrarios al proceso de liberalización financiera emprendido y por aumentar el grado de incertidumbre en que se desarrollaban las decisiones económicas de los agentes.

Como señalaba, de manera acertada, el profesor Fuentes Quintana al comienzo de 1989, al referirse a la política monetaria, «la soledad tradicional en la que ésta se ha encontrado en España para luchar por los equilibrios de la economía adquiere, en las actuales circunstancias, un especial dramatismo, porque no se trata sólo de contener la expansión de la demanda nominal que hoy se registra, sino su aceleración previsible ante los acontecimientos que se desarrollan en los escenarios presupuestarios y en el conflicto social, que agudiza los comportamientos inflacionistas de las rentas» (Fuentes Quintana, 1989, pág. 10).

Pero, al tener que realizar este esfuerzo excepcional, a la política monetaria se le están asignando, de hecho, dos objetivos: el control de la inflación, a través del control de la oferta monetaria, y el control de la actividad real, a través del control de los tipos de interés (Mauleón, 1990). Y si bien ambos objetivos se pueden resumir en uno sólo, el control de la demanda interna, su complejidad obliga a adoptar una estrategia mixta de precios y cantidades que renuncia *a priori* al cumplimiento pleno de cualquiera de los objetivos monetarios —crecimiento de los ALP y nivel de tipos de interés—, aceptando una combinación de ellos que se altera en función de las circunstancias.

Gráfico 3

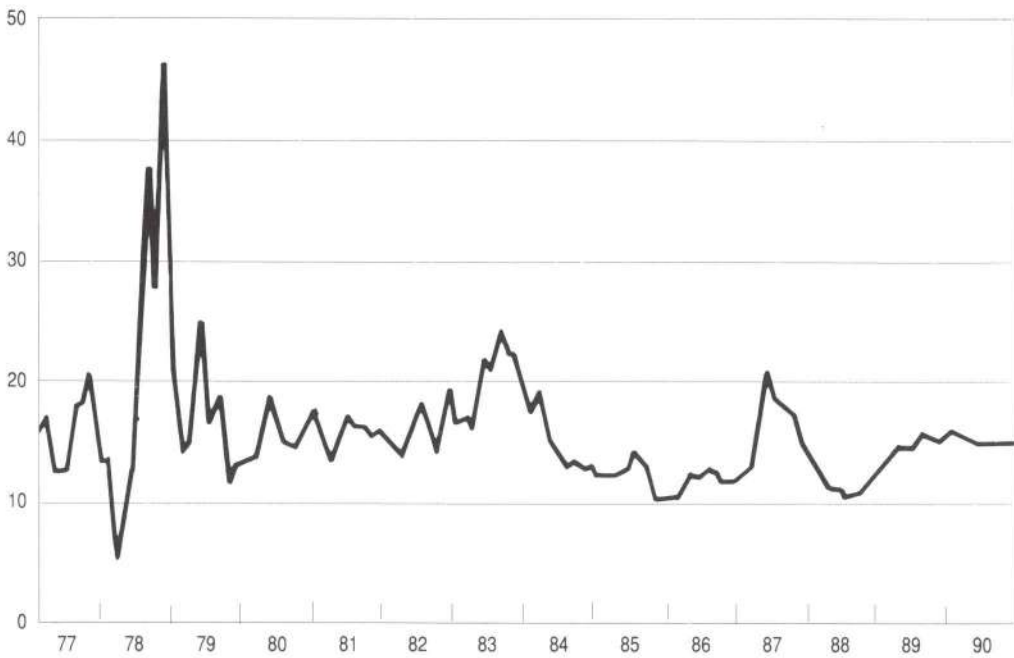
TIPOS DE INTERES A TRES MESES
(En porcentaje)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 4

TIPO DE INTERES DEL INTERBANCARIO
(Un mes)



Fuente: Banco de España.

El panorama termina de complicarse cuando, a partir del segundo semestre de 1989, se exige a la política monetaria el logro de un nuevo objetivo: el mantenimiento del tipo de cambio nominal de la peseta frente a las divisas del SME. En estas circunstancias, la política monetaria pierde su autonomía, ya que ahora el objetivo del tipo de interés debe subordinarse a la consecución de un flujo de capitales que permita compensar el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente y mantener así el tipo de cambio entre los límites acordados. El margen de dicha autonomía viene marcado por la banda del ± 6 por 100 de fluctuación permitida en torno a la paridad central establecida frente al resto de las divisas, margen que resultó insuficiente para evitar una tendencia, casi permanente, a la apreciación de la peseta, lo que forzó a las autoridades a intervenir en el mercado de cambios, con el consiguiente efecto de aumento de las reservas de divisas y nuevas dificultades para controlar el crecimiento de los ALP.

IV. EL FUTURO DE LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA

Como hemos visto, en los últimos años, la política monetaria española se ha planteado el logro simultáneo de dos objetivos:

1.º Frenar el excesivo crecimiento de la demanda interna de bienes y servicios, con el fin de evitar un mayor deterioro de los equilibrios básicos de la economía (es decir, precios y balanza de pagos). Para el logro de este objetivo interno, se establecía un objetivo de crecimiento de la cantidad de dinero, que condujera al crecimiento deseado de la renta nominal.

2.º Inicialmente no de forma explícita, y posteriormente de forma explícita, tras la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME, el Banco de España, mediante sus decisiones de política monetaria, ha tratado de mantener el tipo de cambio de la peseta dentro de unas determinadas bandas de fluctuación.

En principio, resulta difícil que la política monetaria sea capaz simultáneamente de regular el crecimiento de la demanda agregada y a la vez lograr el cumplimiento de los compromisos cambiarios derivados de la participación de la peseta en el mecanismo de cambios del SME, ya que, dependiendo de la fortaleza de la peseta frente al resto de las monedas del SME, el crecimiento de los agregados monetarios será mayor o menor (Ariztegui, 1990).

Sin embargo, a pesar de los importantes conflictos habidos entre los objetivos interno y externo de la política monetaria, podría decirse que la difícil compatibilidad existente en el establecimiento simultáneo de objetivos monetarios y límites a la fluctuación de los tipos de cambio ha sido, en cierta medida, resuelta de forma satisfactoria (4). No obstante, esto se ha conseguido gracias a que:

a) Se ha llevado a cabo una instrumentación mucho más flexible de la política monetaria a la hora de alcanzar los objetivos cuantitativos de crecimiento monetario, subordinando en algunas ocasiones los objetivos monetarios a las exigencias de los compromisos de estabilidad cambiaria (véase Fernández de Lis, 1990, y Escrivá y Malo de Molina, 1991).

b) Las autoridades han controlado de forma directa la expansión de la liquidez, imponiendo limitaciones al crecimiento del crédito al sector privado.

c) Se han mantenido, e incluso incrementado transitoriamente, los controles a los movimientos de capital, como muestra el establecimiento de un depósito previo a la financiación captada en el exterior.

d) El tipo de cambio de la peseta se ha podido mover en el amplio margen de la banda ancha de fluctuación acordada en nuestra incorporación al SME.

No obstante, la posibilidad de que la política monetaria española pueda compatibilizar objetivos de crecimiento monetario y estabilidad cambiaria parece difícil que se pueda mantener en un futuro próximo. Así, el hecho de que, a partir del 1 de enero de 1992, entre en vigor en España la total liberalización de los movimientos internacionales de capitales reduce de forma considerable los grados de libertad existentes para instrumentar una política monetaria autónoma, diferenciada de la instrumentada por el resto de los países comunitarios.

Es sabido que cuando existe libertad de movimientos internacionales de capital y estabilidad cambiaria —y no olvidemos que, a pesar de tener una banda ancha, el tipo de cambio de la peseta está obligado a mantener una cierta estabilidad— no es posible establecer unos objetivos de crecimiento monetario muy diferentes de los del resto de los países.

Cuando existe perfecta movilidad internacional de capital, los tipos de interés de los activos financieros de naturaleza, plazo y riesgo similares únicamente pueden diferir como consecuencia de una

apreciación (depreciación) esperada y de la existencia de primas al riesgo de cambio (5). Si la libre circulación de capitales va unida a la estabilidad cambiaria, la existencia de unos tipos de interés nacionales superiores a los del resto de países provocará una afluencia de importantes sumas de capital exterior que no será posible esterilizar, por lo que se producirá un aumento de las reservas centrales y, consiguientemente, de la cantidad de dinero, anulando cualquier intento de instrumentar una política monetaria diferenciada.

En definitiva, existe una inconsistencia entre la libertad de movimientos internacionales de capital, tipos de cambio fijos y autonomía monetaria. Es posible el logro de dos de estos objetivos, pero nunca de los tres simultáneamente (6).

En el ámbito comunitario, se ha considerado que la libertad de movimientos de capital y la estabilidad cambiaria implican importantes beneficios económicos (7), y, por tanto, se ha dado prioridad al logro de estos dos objetivos a costa de la pérdida de autonomía de los países miembros a la hora de instrumentar la política monetaria.

No cabe duda de que la existencia de una banda de fluctuación del ± 6 por 100 está lejos de la plena estabilidad cambiaria y, por tanto, que la política monetaria todavía, y a pesar de la total liberalización de los movimientos de capital, va a poder gozar de una cierta autonomía. Sin embargo, es muy probable que no puedan mantenerse los elevados diferenciales de tipos de interés nominales existentes en la actualidad. A finales de 1991, los tipos de interés del interbancario a tres meses superan en más de cuatro puntos a la media de los tres países comunitarios con tipos más bajos. Este elevado diferencial de tipos de interés presiona al alza la cotización de la peseta, obligando al Banco de España a intervenir en el mercado de divisas comprando moneda extranjera, compras que posteriormente son esterilizadas en el mercado interno, impidiéndose de esta forma que el aumento de las reservas centrales conduzca a un aumento de la cantidad de dinero. Sin embargo, con la plena libertad de movimientos de capital, el Banco de España encontrará cada vez más dificultades para esterilizar en el mercado interior las intervenciones que se ve obligado a realizar en el mercado de divisas.

Por otro lado, no hay que olvidar que, tal como establece el Informe Delors, antes de que se produzca el paso a la segunda fase de la unión económica y monetaria (UEM) todos los países tendrán que incorporar sus monedas al mecanismo de cambio del SME dentro de la banda estrecha del

2,25 por 100. Esta relativamente próxima incorporación de la peseta a la banda estrecha del mecanismo de cambios del SME acentuaría aún más la pérdida progresiva de grados de libertad en la autonomía de las autoridades monetarias españolas a la hora de establecer objetivos cuantitativos de crecimiento de la cantidad de dinero, viéndose obligadas a establecer unos tipos de interés que les permitan cumplir los compromisos cambiarios, aun a costa de perder el control de los objetivos monetarios.

Por tanto, parece evidente que el futuro de la política monetaria española va a estar marcado por una progresiva pérdida de autonomía, derivada de la plena movilidad de capitales y la integración de la economía española en los mercados financieros europeos, y de la previsible mayor estabilidad cambiaria, que hará que las políticas monetarias de los diferentes países de la Comunidad Europea converjan hacia una política única.

Esta perspectiva de pérdida de autonomía de la política monetaria española nos lleva a plantearnos dos temas:

1.º ¿Cómo va a llevarse a cabo la futura instrumentación de la política monetaria europea, ya que es ésta la que afectará a nuestro país?

2.º ¿Qué papel va a jugar en el futuro la política presupuestaria?

1. La futura política monetaria europea

Como es sabido, cuando un grupo de países establece un sistema de tipos de cambio fijos entre sus monedas, y a la vez existe plena movilidad internacional de capitales, no es posible que todos ellos establezcan de forma autónoma sus políticas monetarias. Ante este problema, existen dos soluciones: la primera es que un país establezca sus objetivos internos de política monetaria y abandone todo control sobre el tipo de cambio, mientras que el resto de los países se limitará a seguir la política marcada por el país «líder», para, de esa forma, mantener la paridad del tipo de cambio, sacrificando la política monetaria al logro del objetivo externo; la segunda solución posible es que todos los países establezcan de forma cooperativa las políticas monetarias y los tipos de cambio que desean mantener (Viñals, 1988).

Los años de funcionamiento del SME constituyen un ejemplo de la primera de las soluciones anteriormente citadas. En concreto, es el Bundesbank alemán quien ha gozado de libertad a la hora de fijar un estricto crecimiento de la cantidad de dinero que garantizase su política antiinflacionista,

mientras que el resto de bancos centrales comunitarios se han visto obligados a seguir las pautas marcadas por las autoridades monetarias alemanas, renunciando en buena medida a la autonomía en la instrumentación de la política monetaria para dar prioridad al mantenimiento del tipo de cambio dentro de las bandas de fluctuación acordadas (Bacchetta y Caminal, 1990).

Esta forma de funcionamiento del SME, en la que existe un país líder (Alemania) que fija su propia política monetaria a la vista de su propio objetivo de inflación, mientras que el resto de países miembros se adhieren a la divisa del país líder fijando sus paridades centrales, puede definirse como «asimétrica» (8).

Para evitar esta clara asimetría que ha caracterizado al SME (9), en las fases de creación de la UEM se plantea una progresiva coordinación de las políticas monetarias, y en general del conjunto de políticas macroeconómicas, de los diferentes países (10). Esta mayor coordinación de las políticas monetarias a medida que se avanza en el proceso de creación de la UEM conducirá al establecimiento de una institución supranacional, el Banco Central Europeo (BCE), bajo el cual estará el control de la política monetaria comunitaria.

La necesidad de crear un BCE ha sido un tema objeto de importante debate, como consecuencia de la indiscutible cesión de soberanía que lleva implícita. Así, Gran Bretaña se opuso de forma reiterada a la creación del BCE, encargado de instrumentar la política monetaria comunitaria, señalando que la creación de esta nueva institución comunitaria supondría un traspaso innecesario de soberanía nacional y que rompería el sesgo antiinflacionista que ha funcionado a través del mecanismo de cambios del SME. Sin embargo, estos razonamientos adolecen de ciertas incoherencias:

a) El tratar de establecer de forma cooperativa las políticas monetarias sin que exista un Banco Central Europeo podría, muy probablemente, conducir a una situación en la que el país más fuerte, Alemania, imponga su mayor peso relativo a la hora de tomar decisiones, volviendo a un sistema asimétrico similar al SME. Por tanto, oponerse a la creación del BCE y, a la vez, aceptar el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos, puede llevar a la contradicción de ceder la soberanía nacional no a un Banco Central Europeo, sino al banco central del país líder; es decir, al Bundesbank (Boyer, 1989).

b) Un sistema de tipos de cambio irrevocablemente fijos, sin la existencia de una institución supranacional que centralice la política monetaria,

incorpora un fuerte incentivo a que algunos países actúen como *free-riders*, lo cual puede provocar tensiones inflacionistas. En ausencia de una centralización en la cantidad de dinero comunitaria, la creación de dinero por el banco central de una nación tendría impactos sobre el resto de países, sin ninguna posibilidad para éstos de protegerse de sus consecuencias (Comisión de las Comunidades Europeas, 1990).

Por tanto, parece aconsejable que la instrumentación de la política comunitaria sea encomendada a un organismo supranacional, lo cual representa un cambio cualitativo respecto a lo que ha sido hasta ahora el funcionamiento del SME, ya que supondrá, en la fase final de la UEM, el paso de una cierta coordinación de las políticas monetarias a su plena integración (Ezquiaga y Manzano, 1989).

2. La política fiscal en la futura unión económica y monetaria

En un sistema de tipos de cambio fijos, como el establecido en la UEM, las autoridades económicas renuncian a la utilización del tipo de cambio como instrumento estabilizador, lo cual, unido a la pérdida de autonomía que se registra en la política monetaria, hace que, ante perturbaciones externas que afecten específicamente a un país, sólo quepan dos posibles mecanismos de ajustes: o lograr una mayor movilidad geográfica de los factores productivos, y especialmente del trabajo, que permita compensar los *shocks* macroeconómicos, o la utilización diferenciada de la política presupuestaria nacional (Fernández, 1989, y Branson, 1990). Dado que difícilmente la mayor movilidad del factor trabajo va a permitir, por sí sola, compensar los *shocks* macroeconómicos, cabría pensar que dentro de los países de la CE la política presupuestaria nacional adquirirá una mayor responsabilidad como instrumento estabilizador que permita el control en el ritmo de crecimiento económico y el ajuste ante perturbaciones externas.

Sin embargo, ese mayor carácter estabilizador que se exigirá a la política presupuestaria en el futuro difícilmente podrá ser asumido por ésta en el corto plazo, ya que la política presupuestaria es un instrumento estabilizador mucho menos flexible que la política monetaria (11). Por tanto, tal como Escrivá y Malo de Molina señalan, los límites impuestos a la autonomía de la política monetaria, como consecuencia del establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos, y la incapacidad de la política presupuestaria para practicar un activismo de corto plazo pueden generar períodos de inestabilidad (Escrivá y Malo de Molina, 1991).

Las dificultades para coordinar adecuadamente, en el ámbito interno, las políticas monetaria y presupuestaria pueden ser aún más graves en países como España, en los que en los últimos años ha sido únicamente la política monetaria la encargada de conseguir, con mayor o menor éxito, una senda de crecimiento compatible con el mantenimiento de los equilibrios básicos de la economía.

Pero la falta de flexibilidad en el corto plazo no es la única limitación que se plantea a la política presupuestaria como instrumento estabilizador a nivel nacional, sino que, tal como mostró Kenen, en una unión monetaria —y, por tanto, en la UEM— es preciso que se produzca una coordinación más estrecha de las políticas presupuestarias, lo cual dificultaría aún más su papel como instrumento estabilizador autónomo a escala nacional. El razonamiento que se puede dar, para justificar la necesidad de una mayor coordinación de las políticas presupuestarias, es que la estabilidad cambiaria sólo es compatible con adecuados crecimientos monetarios, los cuales sólo pueden lograrse con un adecuado control de los déficit públicos. La existencia de déficit públicos excesivamente divergentes conduce necesariamente, a medio plazo, a crecimientos monetarios y tasas de inflación divergentes, y, en consecuencia, a la ruptura de la estabilidad monetaria (Viñals, 1989).

Ahora bien, aunque se acepte esta necesidad de disciplina fiscal, no parece necesario *a priori* que ésta tenga que lograrse necesariamente mediante una mayor coordinación de las políticas fiscales. El razonamiento sostenido por los autores contrarios a la coordinación de las políticas fiscales es que la existencia de libertad de movimientos de capital ejerce, por sí misma, la dosis de disciplina presupuestaria que se precisa para lograr la estabilidad cambiaria (12). Sin embargo, no es ni mucho menos evidente que las fuerzas del mercado por sí solas impidan incurrir en déficit públicos elevados (Viñals, 1989, y Fernández, 1989). Además, hay que tener en cuenta que las fuerzas del mercado ejercerán menor presión en el seno de la UEM; en primer lugar, por la creciente integración de los mercados financieros, y en segundo lugar, porque el mercado siempre tendrá la creencia de que, aunque alguno de los países comunitarios incurra en un déficit público elevado, el resto de los países responderá en última instancia.

Pero la necesidad de una coordinación de las políticas fiscales en el seno de la UEM no sólo se justifica aduciendo la insuficiencia de las fuerzas de mercado para disciplinar las políticas presupuestarias, sino que existen otros argumentos a favor de la coordinación. Así, es posible sostener

que es preciso que exista coordinación de las políticas fiscales para que de esta forma se logre una política fiscal apropiada para la UEM en su conjunto.

La creación de una unión monetaria implica, por definición, la adopción de una política monetaria única para la Comunidad en su conjunto. Por el contrario, si se supone que la política fiscal no está centralizada, la política fiscal de la Comunidad sería meramente el resultado de la agregación de las posiciones presupuestarias decididas unilateralmente por los países miembros. Consecuentemente, sin una coordinación explícita de las políticas fiscales, la Comunidad no sería capaz de formular una política fiscal común, siendo la política monetaria el único instrumento disponible para perseguir los objetivos macroeconómicos comunitarios (Comisión de las Comunidades Europeas, 1990).

Ahora bien, si es necesaria una coordinación de las políticas presupuestarias, su papel como instrumento estabilizador a escala nacional se verá aún más dificultado.

Inicialmente en el *Informe Delors*, y posteriormente en el Tratado para la Unión Europea que se discute estos días en la cumbre de Maastricht, se ha recogido esta necesidad de coordinación de las políticas presupuestarias. Hasta el punto que podríamos decir que las propuestas en esta materia han ido demasiado lejos, si tenemos en cuenta la situación actual de algunos países comunitarios, ya que se establecen límites máximos a los déficit públicos de cada país (3 por 100 del PIB) y limitaciones al volumen de deuda pública existente (60 por 100 del PIB) (13).

En cualquier caso, aunque se establezcan ciertas normas de coordinación de las políticas presupuestarias, sería conveniente que no tuvieran un carácter rígido y que permitieran la existencia de un cierto grado de diferenciación de los déficit entre los países miembros, al menos el tiempo necesario para adaptarse a la nueva situación sin grandes traumas (Viñals, 1989 y Fernández, 1989).

V. CONCLUSIONES

La perspectiva que, en el ámbito europeo y por tanto en el de España, tiene la combinación de políticas económicas a medio plazo es: un sistema de tipos de cambio fijos, una política monetaria única a escala comunitaria y una coordinación cada vez mayor de las políticas presupuestarias.

Por tanto, es la coordinación y, para ser más precisos, la convergencia lo que va a caracterizar

EVOLUCION DE ALGUNAS MAGNITUDES REALES Y MONETARIAS DE ESPAÑA

Objetivos monetarios (a) (En porcentaje, diciembre/diciembre)

Año	Banda fijada	Evolución efectiva	Tasa de inflación (b)	Tasa de paro (c)	Déficit público (d)
1974	18	20,4	15,7	—	—
1975	15	18,5	16,9	4,0	0,0
1976	16-17				
	20-21 (agosto)	19,1	17,7	4,9	0,3
1977	20-21 (17 julio)	19,3	24,5	5,7	0,6
1978	14,5-19,5	20,3	19,8	7,4	1,7
1979	15,5-19,5	19,4	15,7	9,5	2,0
1980	16,0-20,0	16,1	15,5	11,5	2,7
1981	14,5-18,5	15,7	14,6	14,4	3,9
1982	13,5-17,5	15,3	14,4	16,3	5,6
1983	11,0-15,0	12,8	12,1	17,7	4,3
1984	11,0-15,0	14,0	11,2	20,6	5,3
1985	11,5-14,5	13,2	8,8	21,9	7,0
1986	9,5-12,5	11,9	8,8	21,5	6,1
1987	6,5-9,5	14,3	5,2	20,6	3,7
1988	8,0-11,0	11,0	4,8	19,5	3,3
1989	6,5-9,5	10,4	6,8	17,3	2,7
1990	6,5-9,5	11,3	6,7	16,3	3,4
1991	7,0-11,0	12,1	5,5	16,2	2,5

Notas:

(a) Hasta 1983, M3; desde 1984, ALP (Banco de España).

(b) Media anual INE.

(c) A 31 de diciembre INE-EPA (en 1987 existe ruptura en la serie por cambios en la metodología de la EPA).

(d) Porcentaje respecto al PIB.

en el futuro a las políticas macroeconómicas en Europa. El problema que se plantea es cómo, a partir de las políticas económicas convergentes en los diferentes países comunitarios, es posible eliminar las fuertes diferencias de niveles de renta y desarrollo existentes entre países. Este problema es especialmente grave si se tiene en cuenta que el presupuesto central comunitario es demasiado pequeño (ligeramente por encima del 1 por 100 del PIB comunitario en 1991) como para instrumentar una política federal activa. Por tanto, parece necesario un aumento del presupuesto central comunitario para que tenga una dimensión tal que permita lograr, eficazmente, una mayor cohesión económica y social dentro de la CE.

En lo que se refiere a la política monetaria española, necesariamente deberá, en el futuro, ser más convergente con las instrumentadas en el resto de los países comunitarios, siendo imprescindible que la política presupuestaria adopte un papel de estabilizador interno que no ha jugado en los últimos años. Esta combinación de políticas económicas tendrá como objetivo fundamental lograr una tasa de inflación acorde con la comunitaria. Con lo cual, sin lugar a dudas, será difícil lograr una mayor tasa de crecimiento que permita alcanzar una mayor convergencia en términos reales de la economía española respecto a la de los países centrales de la Comunidad, a menos que las políticas estructurales y la moderación en el crecimiento de las rentas nominales, salariales y no salariales, nos permi-

tan obtener las cotas de competitividad necesarias para ello.

NOTAS

(1) Un análisis de las diversas fases de la política monetaria española en el período 1974-1983 puede verse en RODRIGUEZ SAIZ y PAREJO GÁMIR (1984).

(2) Un modelo teórico de la hipótesis de disciplina monetaria ha sido desarrollado por MELITZ. Vid. MELITZ, J. (1988), «Monetary discipline and cooperation in the European Monetary System: a synthesis», en GIAVAZZI, F.; MICOSI, S., y MILLER, M. (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press, páginas 51-69.

(3) Exposiciones del efecto credibilidad pueden encontrarse, entre otros, en: MELITZ, J. (1987), «Germany, discipline and cooperation in the European Monetary System», mimeo, INSEE, octubre; VIÑALS, J. (1987), «La incorporación de España al Sistema Monetario Europeo y sus consecuencias para la política monetaria», en FEDEA, *La política monetaria en España*, GIAVAZZI, F., y PAGANO, M. (1988), «The advantage of tying one's hands. EMS discipline and central bank credibility», *European Economic Review*, vol. 32, núm. 5, págs. 1055-1082; y VIÑALS, J. (1990), «The EMS, Spain and macroeconomic policy», *CEPR, Discussion Papers Series*, 389.

(4) El estricto control monetario y, consiguientemente, la existencia de unos tipos de interés elevados, necesarios para frenar el crecimiento de la demanda agregada, ha podido ser compatibilizado con el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta dentro de las bandas de fluctuación, gracias a las repetidas intervenciones que el Banco de España ha realizado en el mercado de cambios, para evitar que el tipo de cambio de la peseta sobrepasase el límite superior de la banda de fluctuación, siendo estas intervenciones posteriormente esterilizadas en el mercado interno, lo cual, en muchas ocasiones, se ha realizado con importantes dificultades.

(5) Véase Comisión de las Comunidades Europeas (1990), página 34.

(6) El funcionamiento del SME es un ejemplo de cómo, cuando existen controles a los movimientos de capital, es posible compatibilizar la estabilidad cambiaria y un cierto grado de autonomía monetaria. Para analizar la relación que ha existido entre los controles a los movimientos de capital y la menor variabilidad de los tipos de cambio en el seno del SME, véase ROGOFF (1985), y DRIFIL (1988).

(7) Para un análisis de los beneficios asociados a la libertad de movimientos internacionales de capital y la estabilidad cambiaria, véase CECCHINI (1988) y Comisión de las Comunidades Europeas (1990).

(8) La distinción entre sistemas de tipos de cambio simétricos y asimétricos ha sido realizada por GIOVANNINI. Para un análisis detallado de esta distinción, véase GIOVANNINI (1989) y PORTES (1989).

(9) No todos los autores están de acuerdo en caracterizar al SME como un sistema asimétrico en el que el Bundesbank ha jugado un papel de liderazgo. Así, hay autores, como DE GRAUWE, que cuestionan el punto de vista de que el SME haya funcionado efectivamente como una zona del marco alemán. Hay otros, por ejemplo SPAVENTA, que sugieren que la acostumbrada visión del SME como un sistema en el que los países periféricos ceden toda su soberanía en materia monetaria al Bundesbank alemán puede haber sido una buena caracterización de los primeros diez años de funcionamiento del SME, pero no es apropiada para describir el funcionamiento actual (véase DE GRAUWE, 1989, y SPAVENTA, 1989).

(10) Para un análisis de la coordinación internacional de las políticas económicas, véase PAÚL (1991).

(11) Respecto a los factores que limitan la utilización de la política presupuestaria en el corto plazo, véase VIÑALS (1989) y BACCHETTA y CAMINAL (1990).

(12) Los canales a través de los cuales el mercado penaliza a los países que incurren en elevados déficit presupuestarios son los siguientes:

a) Los agentes económicos perciben que elevados déficit públicos se traducirán en impuestos futuros, provocando una menor entrada neta de capital externo.

b) Los gobiernos comunitarios con elevados déficit públicos deberán recurrir a tipos de interés más elevados a la hora de financiar el déficit, como consecuencia de la imposición de una prima de riesgo.

(13) Obsérvese que, en realidad, más que coordinación de las políticas presupuestarias, lo que se está planteando es una convergencia de éstas. La convergencia es una aproximación de las políticas presupuestarias de los diferentes países a lo largo del tiempo, mientras que cuando hablamos de coordinación de políticas presupuestarias cabe que éstas sean divergentes. (Véase HORNE y MASSON, 1988, y PAÚL, 1991.)

BIBLIOGRAFÍA

ARIZTEGUI, F. J. (1990), «La política monetaria: un período crucial», en GARCÍA DELGADO, J. L. (director), *Economía española de la transición y la democracia*, Centro de Investigaciones Sociológicas.

BACCHETTA, P., y CAMINAL, R. (1990), «Política macroeconómica y mercado único», *Hacienda Pública Española*, núm. 1, páginas 31-42.

BANCO DE ESPAÑA (varios años), *Informe anual*.

BOYER, M. (1989), «La propuesta del Comité Delors para la unión económica y monetaria de Europa y sus críticos», *Información Comercial Española*, núm. 675, págs. 13-27.

BRANSON, W. (1990), «Financial market integration, macroeconomic policy and the EMS», en BLISS, C., y BRAGA DE MACEDO, J. (eds.), *Unity with diversity in the European Economy. The Community's Southern Frontier*, Cambridge University Press, Cambridge.

CECCHINI, P. (1988), *Europa 1992: una apuesta de futuro*, Alianza Editorial, Madrid.

COHEN, D. (1989), «Monetary and fiscal policy in an open economy with or without policy coordination», *European Economic Review*, núm. 33.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1990), «One market, one money», *European Economy*, núm. 44.

DE GRAUWE, P. (1989), «Is the EMS a DM-zone?», *CEPR Discussion Paper*, núm. 297.

DRIFILL, J. (1988), «The stability and sustainability of the European Monetary System with perfect capital markets», en GIAVAZZI, F., MICCOSSI, S., y MILLER, M. (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press, Cambridge.

ESCRIBA, J. L., y MALO DE MOLINA, J. L. (1991), «La instrumentación de la política monetaria española en el marco de la integración europea», Banco de España, *Documento de Trabajo*, número 9104.

EZQUIAGA, I., y MANZANO, D. (1989), «De la coordinación en el SME a la unión monetaria: el papel de las políticas monetarias», *Economistas*, núm. 4, septiembre-octubre, páginas 16-33.

— (1991), «La peseta y el Sistema Monetario Europeo», *Economistas*, núm. 47, págs. 108-117.

FERNÁNDEZ, V. J. (1989), «Aspectos de política fiscal y regional en el Informe Delors», *Información Comercial Española*, número 675, págs. 79-90.

FERNÁNDEZ DE LIS, S. (1990), «La política monetaria española tras la integración en el Sistema Monetario Europeo», *Economistas*, núm. 40, págs. 26-33.

FERNÁNDEZ DÍAZ, A. (1986), *La Comunidad de los Doce: un reto para la política económica española*, Editions Hispaniques, París.

FUENTES QUINTANA, E. (1989), «Los cuatro escenarios decisivos de la economía española frente a 1989», *Economistas*, número 35, extraordinario, págs. 8-12.

GARCÍA DE BLAS, A. (1991), «Pacto de competitividad», *Economistas*, núm. 47, extraordinario, págs. 182-185.

GIL, G. (1984), *Sistema Financiero Español*, Servicio de Estudios del Banco de España.

GIOVANNINI, A. (1989), «How do fixed-exchange-rate regimes work? Evidence from the gold standard, Bretton Woods and the EMS», en MILLER, M., EICHENGREEN, B., y PORTES, R. (eds.), *Blueprints for exchange rate management*, Academic Press, Londres.

GONZÁLEZ-PARAMO, J. M. (1990), «Política presupuestaria y mercado único», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 43, páginas 105-106.

HORNE, J., y MASSON, P. R. (1988), «Scope and limits of international economic cooperation and policy coordination», *FMI, Staff Papers*, Vol. 35, núm. 2.

- KENEN, P. (1969), «The theory of optimum currency areas: an eclectic view», en MUNDELL, R. A., y SWOBODA, A. K. (eds.), *Monetary problems of the international economy*, University of Chicago Press.
- MALO DE MOLINA, J. L., y PÉREZ FERNÁNDEZ, J. (1990), «La política monetaria española en la transición hacia la unión monetaria europea», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 43, páginas 31-51.
- MAULEÓN, I. (1990), «Interrogantes sobre la política monetaria», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 43, págs. 102-104.
- ORTEGA, R. (1988), «Algunas cuestiones relativas al presente de la política monetaria», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, número 36, págs. 25-38.
- PAREJO GAMIR, J. A., RODRÍGUEZ SAIZ, L., y CUERVO, A. (1991), *Manual de Sistema Financiero Español*, Ariel Economía (4.ª edición).
- PAÚL, J. (1991), *La coordinación internacional de las políticas económicas*, Universidad Autónoma de Madrid.
- PORTES, R. (1989), «La coordinación de la política macroeconómica y el Sistema Monetario Europeo», *Información Comercial Española*, núm. 675, págs. 29-37.
- RODRÍGUEZ SAIZ, L. (1991), «Rentas de trabajo y fiscalidad de la familia en España», en la obra colectiva *Familia y política social*, Ed. Fundación Alfredo Brañas.
- , y PAREJO GAMIR, J. A. (1984), «Deficit público, crisis económica y política monetaria», *Hacienda Pública Española*, número 88.
- , y PAÚL GUTIÉRREZ, J. (1990), «La Economía española: de la euforia al recalentamiento», en la obra colectiva *España: Balance 1988-89*, Unión Editorial.
- ROGOFF, K. (1985), «Can exchange rate predictability be achieved without monetary convergence?: Evidence from the EMS», *European Economic Review*, vol. 28, núms. 1-2, páginas 93-115.
- ROJO, L. A. (1989), «Las políticas económicas en el proceso de formación del mercado único», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 41, págs. 19-28.
- , y PÉREZ, J. (1977), *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*, Servicio de Estudios del Banco de España. Serie A, núm. 10.
- SPAVENTA, L. (1989), «El nuevo SME: ¿Simetría sin coordinación?», *Información Comercial Española*, núm. 675, páginas 133-140.
- VELARDE FUERTES, J. (1990), «El año que comenzó un 14 de diciembre», *Economistas*, núm. 41, extraordinario, páginas 18-21.
- VIÑALS, J. (1988), «El mercado interior y el sistema monetario europeo: perspectivas de futuro», *Boletín Económico del Banco de España*, mayo, págs. 51-75.
- (1989), «Del Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria Europea», *Información Comercial Española*, núm. 675, páginas 39-46.
- (1990), «Los riesgos de la libre circulación de capitales», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 43, págs. 74-83.

LA POLÍTICA MONETARIA ANTE EL NUEVO MARCO COMUNITARIO

Antonio LOPEZ LOPEZ

INTRODUCCION

Evaluar el papel que puede desempeñar la política monetaria española en el horizonte de los próximos años requiere, ineludiblemente, hacer un repaso previo del marco general en el que habrá de desenvolverse su actuación, que no es otro que el que se deriva del proceso de construcción de la unión económica y monetaria en la Comunidad Europea. Dicho proceso se encuentra actualmente, como es bien sabido, pendiente de ser definido en determinados aspectos esenciales que afectan al ritmo de su ejecución; pero, en cualquier caso, las implicaciones que de él se desprenden actúan como condicionantes de primer orden de la política económica que puede ser elaborada y aplicada en los distintos países comunitarios, y que influyen especialmente, como más adelante se señala, en el ámbito de la política monetaria.

ANTECEDENTES DE LA UNION MONETARIA EUROPEA

Como es bien sabido, el Tratado de Roma no contemplaba, al ser firmado en 1957, la constitución de una unión económica y monetaria entre los países de la CE. El Tratado estaba presidido por el principio de que los estados participantes conservarían su plena soberanía política, económica y financiera, y sólo aceptarían limitaciones a ella en la medida en que fueran absolutamente necesarias para el buen funcionamiento de la Comunidad. En el ámbito de las políticas económica y monetaria, el lema del Tratado era tan sólo su coordinación, entendiéndose que dicha orientación sería suficiente a fin de asegurar las ventajas del mercado común resultante de la supresión de la protección arancelaria y de las restricciones cuantitativas al comercio entre las economías comunitarias. La construcción europea ha sido, sin embargo, desde su inicio, en cierta medida, un proceso de «prueba

y error», en virtud del cual, paulatinamente, se ha ido observando cómo las disposiciones aprobadas previamente para garantizar la preservación de la libre competencia en el comercio intracomunitario se mostraban insuficientes en tanto prevalecieran otros mecanismos, a través de los cuales se introducían distorsiones no menos importantes que las emanadas de la protección arancelaria. Tal es el caso, por ejemplo, de la obligatoria implantación del impuesto sobre el valor añadido en sustitución de otros impuestos sobre el consumo —fundamentalmente el impuesto en cascada— incapaces de garantizar el mantenimiento de la neutralidad en el comercio internacional.

Fue en la reunión celebrada en La Haya, en diciembre de 1969, cuando los jefes de Estado o de gobierno de los estados miembros de la CE contemplaron explícitamente, por vez primera, la construcción por etapas de una unión monetaria, como complemento de la puesta en práctica del Tratado de Roma. En línea con lo antes expresado, esta evolución parecía lógica, teniendo en cuenta que, aunque se habían suprimido los derechos de aduana en el seno de la CE, prevalecía la flexibilidad de los tipos de cambio, fuente potencial de importantes distorsiones a la competencia. El proyecto en cuestión fue examinado por un grupo de expertos presidido por M. Werner, que sugirió que la unión monetaria fuese realizada en un período de diez años. Durante una primera etapa de tres años, los países miembros reducirían los márgenes de fluctuación de sus monedas. De otro lado, un fondo europeo de cooperación monetaria aseguraría una gestión común de las reservas y las intervenciones en los mercados de cambios. Se preconizaba, igualmente, llegar a un sistema de paridades fijas, como preámbulo de la creación de una moneda única. La publicación del *Informe Werner*, en octubre de 1970, fue casi simultánea a la crisis de confianza del dólar y la posterior ruptura del sistema de Bretton Woods, que propició la instauración de la «serpiente» monetaria europea. Años más tarde,

en marzo de 1979, entraría en vigor el Sistema Monetario Europeo (SME).

Tras esta trascendental decisión, el foco de atención se desplazó, en los años subsiguientes, a la esfera de la economía real, en la que se trazó el objetivo de alcanzar un mercado único sin fronteras, merced a la aprobación del Acta Unica Europea, que venía a modificar el Tratado de Roma, y que entró en vigor en julio de 1987. Aunque el Acta Unica no contempla una vertiente monetaria explícita, se ha considerado necesario, más aún que la creación del SME en relación con el Tratado de Roma original, que la unión monetaria se convierta en el complemento natural de la integración económica, sobre la base de la argumentación de que a un mercado unificado de bienes, de servicios y de capitales debe corresponder un sistema de precios uniforme. En el campo financiero, el Acta Unica implica no sólo la supresión de los controles de cambios, sino también el reconocimiento mutuo y la libre prestación de servicios. Suele destacarse cómo estas medidas, en conjunción con la innovación financiera, no harán sino reforzar la integración técnica de los mercados, convirtiendo en anacrónica la existencia de monedas independientes.

EL INFORME DELORS

El Consejo Europeo, en su reunión de Hannover, de junio de 1988, proclamó que, al adoptar el Acta Unica, los estados miembros de la Comunidad reafirmaron el objetivo de realizar progresivamente la unión económica y monetaria (1). A tal efecto, encargó a un Comité, bajo la dirección del Presidente de la Comisión Europea, J. Delors, que estudiase y propusiese las etapas concretas conducentes a tal unión.

El *Informe Delors* reafirmó la definición de unión monetaria adoptada por el *Informe Werner*, casi veinte años antes, que caracterizaba a aquélla por tres elementos:

- a) Convertibilidad total e irreversible de las monedas entre sí.
- b) Liberalización completa de los mercados de capitales y de los servicios financieros.
- c) Tipos de cambio irreversiblemente fijos.

En el *Informe* se expresaban, concretamente, las siguientes consideraciones:

- La unión económica y la unión monetaria deben ir parejas, puesto que son aspectos diferentes de una misma realidad.

- La unión monetaria puede realizarse por etapas, y debe desembocar en un sistema de paridades irrevocablemente fijas, con libre conversión de las monedas entre sí, sin margen de fluctuación, que precederá al establecimiento de una moneda única.

- La política monetaria, necesariamente única, correspondiente a la fase final, dependerá de un sistema europeo de bancos centrales, de naturaleza federal, que deberá ser independiente de los gobiernos nacionales y de la Comisión Europea, y cuya creación exige un nuevo tratado que complete, como el Acta Unica, el de Roma.

ETAPAS DE LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA

El *Informe Delors* recomienda tres etapas sucesivas de cara a la constitución de la unión monetaria: la primera etapa consiste esencialmente en un reforzamiento de las prácticas del SME. Los bancos centrales nacionales continúan siendo autónomos, aunque se refuerza la cooperación. La puesta en marcha de la segunda fase coincidirá con la creación de las instituciones previstas. Los reajustes en los tipos de cambio serán excepcionales y se reforzará la coordinación de las políticas monetarias. La tercera fase será el resultante de una doble decisión: fijación, de manera irrevocable, de las paridades de las monedas y transferencia del poder monetario a una entidad común, el centro de decisión del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Estas dos condiciones se consideran indisociables, toda vez que se estima que la segunda es condición *sine qua non* para garantizar la mencionada irrevocabilidad de los tipos de cambio.

A su vez, el Comité Delors estableció como elementos fundamentales de la unión económica los siguientes:

- Mercado único, en el interior del cual las personas, los bienes, los servicios y los capitales puedan circular libremente.
- Medidas de defensa de la competencia.
- Políticas comunitarias tendentes al ajuste estructural y al desarrollo regional.
- Coordinación de las políticas macroeconómicas y, en especial, reglas vinculantes en materia de política presupuestaria.

Las principales características de las tres etapas de la unión económica y monetaria (UEM) aparecen

ESQUEMA NUM. 1
PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS TRES ETAPAS DE LA UEM

Aspectos económicos

Etapas

- Logro del mercado interior.
- Reforzamiento de la política de competencia.
- Reforma integral de los fondos estructurales.
- Mejores coordinación y supervisión de las políticas económicas.
- Ajustes presupuestarios en los países con déficit y/o deuda elevados.

Etapas

- Evaluación y adaptación de las políticas de la etapa 1.
- Examen de los ajustes macroeconómicos nacionales.

Etapas

- Sistema definitivo de coordinación presupuestaria.
- Reforzamiento de las políticas estructurales y regionales.

Aspectos monetarios

Etapas

- Liberalización de los mercados de capitales.
- Mejor coordinación monetaria y de los tipos de cambio.
- Realineaciones posibles, pero poco frecuentes.
- Todas las monedas de la CE dentro de la banda estrecha del SME.
- Extensión del uso del ecu

Etapas

- Establecimiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).
- Estrechamiento de los márgenes del SME.

Etapas

- El SEBC se encarga de la política monetaria.
- Fijación irrevocable de los tipos de cambio o adopción del ecu como moneda única.

recogidas en el esquema 1. En su reunión de Madrid, de 1989, el Consejo Europeo aprobó el enfoque de la UEM propuesto por el *Informe Delors*, estableciéndose el día primero de julio de 1990 como el comienzo de la primera etapa hacia la UEM.

La lógica monetaria de la etapa inicial no difiere significativamente de la del SME en los últimos años de la década de los ochenta. La lógica del sistema requiere que la política monetaria global sea definida por un banco central particular, mientras que los otros n-1 miembros se ocupan del mantenimiento de su paridad. Así, en tanto que las paridades centrales permanezcan fijas, sólo la posibilidad de movimientos de los tipos de cambio dentro de los márgenes posibilita una cierta autonomía de las políticas monetarias. La plena libertad de movimiento de capitales vendrá, sin embargo, a eliminar el margen de maniobra con el que anteriormente contaban las autoridades nacionales en el manejo de los tipos de interés y de los tipos de cambio. De hecho, el mantenimiento e introducción de trabas a la libre circulación de capitales a corto plazo por parte de países miembros con tasas de inflación relativamente elevadas ha permitido suavizar las tensiones cambiarias y, de esta manera, retardar los ajustes de paridades centrales (2).

Contrariamente a la referida primera etapa —que, en lo esencial, está definida en términos económicos, muchos de los cuales ya están en marcha—, la segunda es, ante todo, de naturaleza institucional, y se concibe como una fase transitoria cuyo eje consiste en la cesión progresiva de las responsabilidades en materia de política monetaria.

**SISTEMA DE TIPOS DE CAMBIO FIJO
VERSUS MONEDA ÚNICA**

La constitución de una unión monetaria puede llevarse a efecto, como es bien sabido, sobre dos bases distintas: bien mediante el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos no ajustables, bien mediante la creación de una moneda única. Numerosos estudios se han ocupado de realizar análisis comparativos de las dos opciones, concluyéndose, en la mayoría de los casos, que la segunda presenta una relación más favorable entre sus ventajas e inconvenientes. Conviene, no obstante, subrayar que, desde un punto de vista macroeconómico, la fijación irrevocable de los tipos de cambio equivale a una moneda única, con la sola diferencia de que la tasa de conversión no es de uno a uno. La disciplina impuesta a la política monetaria es la misma en ambos casos: no permite descentralización ni diferencias en la gestión monetaria.

La moneda única comparte con los tipos de cambio fijos no ajustables su contribución a la reducción de la incertidumbre y de los costes inherentes a los recursos, que, de otro modo, habría que invertir en obtener, almacenar y utilizar la información, y en la realización de las transacciones necesarias para los procesos de producción e intercambio. Frente a los tipos de cambio fijos, la moneda única presenta la ventaja de suprimir los costes de transacción —socialmente improductivos— ligados al intercambio de monedas. Además, facilita la comparabilidad de los precios y magnitudes económicas internacionales, al tiempo que evita las gestiones individualizadas de tesorería de

las distintas monedas comunitarias para las empresas que operan en varios países. El coste más importante que comporta la moneda única (3), al margen de su puesta en práctica, es considerado por algunos como una ventaja: el hacer muy difícil la salida de un país de la unión monetaria, con el consiguiente incremento de la credibilidad del sistema.

CONSECUENCIAS DE LA UNION MONETARIA

La constitución de una unión monetaria lleva aparejados unos efectos económicos de indudable trascendencia, así como importantes consecuencias para la política económica, tal como sucintamente se expone a continuación.

- Igualación de los tipos de interés nominales. En una situación de perfecta movilidad de capitales, los tipos de interés nominales de activos de igual naturaleza y del mismo grado de riesgo no pueden diferir más que en razón de una expectativa de modificación de los tipos de cambio, y de las primas por riesgo de cambio que se darían en el supuesto de que los mercados no estuviesen convencidos de la irrevocabilidad de los tipos de cambio. Se producirá, por tanto, una convergencia, a corto plazo, de los tipos de interés en toda el área, como resultado del libre movimiento de capitales y de la desaparición del riesgo de cambio entre las monedas.

- La fijación irrevocable de los tipos de cambio implica que las competencias en materia de política monetaria sean asignadas al control de una institución única. Los tipos de cambio no pueden considerarse como irrevocables más que si todas las instituciones monetarias oficiales garantizan sin restricción la conversión, a los tipos fijados, de cualquier moneda del sistema en otra. Sin dicha garantía multilateral no habría diferencia entre una unión monetaria y una serie de compromisos bilaterales sobre los tipos de cambio.

- La política monetaria debe, así, ser confiada a una institución única, toda vez que, de no existir tal centralización, todo proceso de creación de dinero por parte de un banco central nacional ejercería, en el conjunto de la unión, repercusiones de las que no podrían protegerse los restantes estados miembros. Sin una institución central, el sistema estimularía de hecho a los distintos países a comportarse como *free riders*, poniendo en marcha un aumento excesivo de la oferta de dinero generador de ganancias de señoría en el interior, sin tener que asumir, en cambio, plenamente los cos-

tes de la inflación asociada. Es bien conocido, asimismo, que uno de los postulados más claros de la teoría del federalismo fiscal, cuando se aplica a la distribución de las funciones de la actividad financiera del sector público a los distintos niveles de gobierno de un país, es el de reservar en exclusiva las competencias de la política monetaria al gobierno central, sin conceder protagonismo alguno a los gobiernos subcentrales, al objeto de evitar efectos como los antes descritos.

- Con paridades fijas, y con mayor motivo con una moneda única, el riesgo de cambio intraeuropeo desaparece. La supresión de dicho riesgo representa un beneficio indiscutible, en la medida en que permite erradicar del sistema un coste. Subsiste, empero, la posibilidad de movimientos en los tipos de cambio reales (*i. e.*, tipos de cambio nominales corregidos de las diferencias en las tasas de inflación de un país a otro), que ocurrirían en el supuesto del mantenimiento de tasas de inflación divergentes entre algunos países. Las variaciones de los tipos de cambio reales serán menores que en un sistema de paridades fijas, pero ajustables, al no verse afectados por las expectativas sobre la estabilidad relativa de cada una de las monedas. De otro lado, los agentes económicos quedarán expuestos, evidentemente, al riesgo resultante de las fluctuaciones de los tipos de cambio entre la moneda europea y las otras divisas.

- Habrá de darse una convergencia, a medio plazo, de las tasas de inflación de los países integrantes, ya que, de lo contrario, el mecanismo de la paridad del poder adquisitivo haría divergir, paulatinamente, los tipos de cambio de equilibrio.

- Los déficit presupuestarios quedarán limitados por la condición de que el impacto monetario de su modo de financiación sea compatible con los objetivos comunes de política monetaria.

LA PERDIDA DE AUTONOMIA DE LA POLITICA NACIONAL

Según se ha expuesto, las políticas monetarias para cada país contarán con un escasísimo margen de autonomía, y estarán ajustadas al ritmo de crecimiento real de la renta en cada uno de ellos, toda vez que los otros determinantes de la demanda de dinero (expectativas de precios y tipos de interés) vendrán prefijados por los niveles comunitarios.

La pérdida de la autonomía de la política monetaria nacional constituye, pues, uno de los rasgos esenciales de una unión monetaria, sin que haya

de extrañar que se convierta en uno de los elementos centrales de discusión.

La explicación de la referida pérdida de autonomía de la política monetaria cuenta con sólidos y bien conocidos fundamentos teóricos. Entre éstos, cabe destacar el denominado teorema de Padoa-Schioppa, que, en esencia, viene a decir lo siguiente: con una cierta movilidad de capitales, incluso imperfecta, la economía interna puede quedar afectada por una política monetaria extranjera. Consiguientemente, la autonomía de la política monetaria interna es entonces limitada, si no nula, en presencia de tipos de cambio fijos y movilidad perfecta de capitales. En definitiva, la argumentación de Padoa-Schioppa viene a poner de manifiesto la imposibilidad de la existencia simultánea de los cuatro componentes del «cuarteto inconsistente»: integración plena de los mercados de bienes, integración plena de los mercados financieros y de capitales, tipos de cambio estables y políticas monetarias nacionales autónomas. Dado que en un área económica integrada los tipos de cambio responden a los diferenciales sostenidos de inflación, la estabilidad cambiaría precisa de la eliminación de dichos diferenciales; y, a su vez, dado que la evolución de las tasas de inflación nacionales viene, en el medio plazo, estrechamente ligada a los crecimientos monetarios nacionales, es imprescindible coordinar estrechamente éstos y realizar las modificaciones pertinentes de las políticas presupuestarias nacionales que garanticen dicha coordinación. De otro lado, hace ya años que el modelo Mundell-Fleming estableció que la eficacia tanto de la política monetaria como de la política fiscal depende, simultáneamente, del régimen de los tipos de cambio y de la movilidad de los capitales, destacando cómo la política monetaria resulta ineficaz en un marco de tipos de cambio fijos y de perfecta movilidad de capitales, en el que, por el contrario, la política presupuestaria sí puede ejercer efectos reales sobre la actividad económica.

En suma, el principal coste de la unión monetaria, en el ámbito de la estabilización económica, proviene de la pérdida de la política monetaria como instrumento para la corrección de los desequilibrios económicos.

OTRAS CONSECUENCIAS PARA LA POLITICA MONETARIA

La integración completa de los mercados financieros y de capital tendrá, asimismo, consecuencias para la elaboración y el manejo de la política

monetaria. Así, en primer término, las medidas directas, tales como las restricciones cuantitativas del crédito, quedan descalificadas, toda vez que pueden ser fácilmente eludidas mediante la sustitución de la financiación interior por la procedente de otros países (4). De otro lado, por las repercusiones que tiene para las condiciones de la competencia, las deslocalizaciones de saldos y la evolución de los agregados monetarios, se plantea la necesidad de armonización —tanto en la base de cómputo como en el nivel— de los coeficientes bancarios. En tercer lugar, cabe prever una disminución simultánea de la controlabilidad y de la sensibilidad de los agregados monetarios, ya que, de una parte, habrá mayores dificultades para cuantificar la masa monetaria y, de otra, las posibles modificaciones en la composición de los patrimonios tenderán a reforzar la inestabilidad de los vínculos entre la oferta monetaria y el PIB nominal.

CONSECUENCIAS PARA LA POLITICA PRESUPUESTARIA

Dado que la unión monetaria implica la desaparición de la política monetaria como instrumento de la política macroeconómica nacional, puede deducirse que, de esta forma, se amplía el protagonismo de la política presupuestaria nacional. Ahora bien, como se ha señalado, la constitución de una unión monetaria efectiva requiere, ineludiblemente, que todos los países sin excepción se sometan a una disciplina presupuestaria, dadas la interrelación y la interdependencia existentes entre la política monetaria y la política presupuestaria a largo plazo. En efecto, la existencia de déficit públicos prolongados que impliquen situaciones presupuestarias insostenibles conduce, en última instancia, a la monetización de la deuda o a la insolvencia del Estado. La falta de disciplina presupuestaria en uno o varios países implicaría el riesgo de comprometer las orientaciones del banco central único y de afectar a los otros estados (presiones para la suavización de las orientaciones monetarias, declaración de insolvencia o retirada de la unión monetaria, solicitud de ayuda financiera...). Nos encontramos, pues, ante un caso clásico de externalidad negativa, que reclama la adopción *a priori* de reglas y procedimientos comunitarios centrados en el respeto a la disciplina. Las reglas fundamentales sobre las que se articula ésta son las siguientes: principio de no financiación monetaria de los déficit públicos (*i. e.*, prohibición tanto del recurso del Tesoro al banco central como de la colocación directa de deuda pública en la cartera de dicho banco); regla de la responsabilidad nacional (ausencia

de asistencia financiera mutua); limitación del déficit. Este último punto, en particular, ha propiciado un amplio debate entre los partidarios de alcanzar la disciplina por la vía del mercado, estableciendo que el sector público se encuentre con las mismas restricciones de cara a su financiación que cualquier prestatario privado, y los que consideran necesario fijar límites específicos sobre la magnitud de los déficit públicos (5).

Todo lo anterior no hace sino resaltar la importancia estratégica que, en el proceso de construcción de la unión económica y monetaria, tiene la coordinación de las políticas monetaria y presupuestaria (6), y la no menor de la convergencia de la situación económica de los diferentes países. En el nuevo marco que se avecina, el mecanismo del mercado adquiere un protagonismo fundamental de cara a la corrección de los desequilibrios y perturbaciones de carácter económico que se presenten. Ineludiblemente, por otra parte, se requerirá la adopción de políticas regionales y estructurales que ayuden a los mecanismos del mercado en la corrección de los desajustes.

LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

La aplicación de la política monetaria en España en el curso de los últimos años ha estado marcada por la integración de la peseta, en el mes de junio de 1989, en el mecanismo de estabilidad cambiaria del SME, trascendental decisión que supuso la incorporación de nuestro país a unos esquemas de disciplina y supervisión supranacionales, y, con ello, pasar de una política cambiaria de flotación controlada de la peseta a otra en la que aparece definido un objetivo explícito y formal del tipo de cambio. La incorporación de la peseta al SME equivalía a adoptar el objetivo intermedio del tipo de cambio nominal y a renunciar a la posición central que determinados agregados monetarios habían tenido en el diseño de la política monetaria. Así, los esfuerzos por lograr determinados comportamientos de la cantidad interna de dinero quedaban estrictamente supeditados a los objetivos cambiarios. Los tipos nominales de interés se convirtieron, así, en detrimento de los activos de caja, en la variable clave para alcanzar la estabilidad cambiaria. Como ha señalado Malo de Molina (1991), la entrada en el SME, además de reconocer la creciente importancia de la estabilidad del tipo de cambio para la participación ventajosa en los proyectos de integración europea, reflejaba la descon-

fianza de las autoridades hacia las estrategias antiinflacionistas basadas excesivamente en subidas bruscas de los tipos de interés y en la apreciación del tipo de cambio, debido a la influencia contractiva sobre la demanda interior (especialmente sobre la inversión y la exportación) y a la posibilidad de que las condiciones del mercado de trabajo propiciaran una absorción por los aumentos de salarios del impacto favorable del tipo de cambio sobre los precios. De otro lado, como ha expresado la OCDE (1991), la decisión de entrar en el SME aumentó la credibilidad de la posición antiinflacionaria del Gobierno español, pero simultáneamente redujo la capacidad del Banco de España para llevar a cabo una política independiente de tipo de interés.

La incorporación al SME coincidió con una fase de fuerte crecimiento del gasto nacional, al que se hizo frente merced a la adopción de medidas excepcionales, como son el establecimiento de restricciones cuantitativas al crédito interno (7) y de depósitos obligatorios no remunerados para los créditos procedentes del exterior, al no poder contar con el apoyo de las políticas presupuestaria y de rentas. Tres rasgos definen los efectos de la contingentación del crédito aplicada desde mediados de 1989 hasta finales de 1990: incidencia importante sobre el crecimiento del gasto nacional, impacto desigual sobre sus distintos componentes y distorsiones sobre la eficiencia en la asignación de los recursos. La desigualdad con que la política monetaria traduce sus consecuencias sobre los componentes del gasto nacional ocasionó que fueran las inversiones —como componente del gasto más sensible a la restricción del crédito y a la elevación de los tipos de interés— y la exportación —debido a la apreciación de la peseta, propiciada por el diferencial de los tipos de interés— las que en mayor medida soportaran el peso del ajuste (8).

La política monetaria española en los próximos años va a estar, obviamente, condicionada por el ritmo efectivo que se imprima al proceso de construcción de la unión económica y monetaria europea. Las diferencias que aún persisten entre la economía española y la de los principales países comunitarios obligan a seguir manteniendo una estrategia que conduzca de manera irreversible a una mayor convergencia con aquéllos. El solitario papel que tradicionalmente ha venido desempeñando la política monetaria dentro de las políticas de ajuste practicadas en España reclama, ahora más que nunca, la decidida colaboración de la política presupuestaria, en aras de alcanzar de la manera menos traumática las metas económicas a las que se aspira.

NOTAS

(1) Hay, no obstante, algunos economistas que cuestionan radicalmente que la creación del mercado único europeo exija necesariamente la unión monetaria. En este sentido, por ejemplo, Lagayette (1991) apunta la existencia de una cierta contradicción entre el reforzamiento del mercado común y el énfasis puesto en la armonización, sobre la base de que, por el contrario, un reforzamiento de la competencia, objetivo comunitario primordial, debe pasar por una gran diversificación. Un mercado único para productos y factores no implica —se argumenta— una moneda única, ya que la diferenciación de las monedas no es un obstáculo a la libre circulación de aquéllos.

(2) Aunque habitualmente se considera que la liberalización de los movimientos de capitales implica necesariamente una asignación más eficiente de recursos, no hay que perder de vista que, hace ya más de treinta años, la teoría del *second best* puso de manifiesto cómo la eliminación de una distorsión sectorial, tal como un obstáculo a la movilidad internacional de los capitales, no aumenta necesariamente la eficiencia del sistema cuando subsisten otras distorsiones. Por el contrario, si estas distorsiones no pueden ser eliminadas, es posible que la introducción de distorsiones «compensatorias» mejore la situación económica en relación a la que existiría con las distorsiones iniciales, pero sin las distorsiones añadidas.

(3) Algunos economistas consideran, sin embargo, que si bien la diversificación de las monedas impone costes diversos a los usuarios, esto no es algo negativo en sí mismo, ya que ocurre con toda clase de bienes. También se ha planteado que la dimensión óptima del área de una moneda no se corresponde necesariamente con el ámbito europeo.

(4) Al margen del carácter temporal del impacto de este tipo de medidas, las modificaciones registradas en los últimos años han supuesto un reforzamiento de la importancia de los tipos de interés en los cauces de transmisión de los efectos de la política monetaria, en detrimento de las variaciones en el racionamiento cuantitativo del crédito. *Id.*, Rojo (1989, págs. 83-85).

(5) No hay que olvidar al respecto que el propio proceso de integración en el seno de la unión económica y monetaria restringe la posibilidad de aumentar los impuestos futuros para satisfacer el servicio de unos niveles elevados de deuda pública. Así, el Estado que se viera obligado a aumentar los impuestos sin ofrecer un nivel equivalente de bienes y servicios públicos, al destinar su recaudación al pago de la carga financiera, correría el riesgo de deslocalización de una parte de sus factores productivos más móviles.

(6) Una importante diferencia entre la unión económica y monetaria europea y las uniones monetarias constituidas por estados federales radica en el grado de centralización de las finanzas públicas. Así, mientras que en los estados federales el gasto público del gobierno federal representa al menos la mitad del conjunto del gasto público total, el Presupuesto de la CE no representa más que un 2 por 100 del gasto público de los países comunitarios.

(7) Madroñero (1990) ha justificado la adopción de esta medida ante la escasa repercusión del progresivo endurecimiento de la política monetaria sobre la evolución de los agregados monetarios, como resultado de la débil transmisión de la subida de los tipos de interés de los mercados monetarios hacia los tipos negociados en las operaciones activas y pasivas de las entidades bancarias.

(8) No obstante, según otras opiniones (Malo de Molina, 1991), la restricción afectó fundamentalmente a las actividades no productivas.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- AGLIETTA, M., y COUDERT, V. (1991), «Comment neutraliser les chocs budgétaires susceptibles de menacer l'intégration monétaire européenne?», *Problèmes Economiques*, número 2214.
- ARIZTEGUI, F. J. (1990), «La política monetaria: un período crucial», en J. L. GARCÍA DELGADO (ed.), *Economía española de la transición y la democracia 1973-1986*, CIS, Madrid.
- ARRIAGA FANO, J. M. (1988), «Consecuencias de la integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo», *Situación*, núm. 4.
- ARTUS, P. (1991), «SME: un mécanisme monétaire sous tensions», *Problèmes Economiques*, núm. 2226.
- BERNALDO DE QUIRÓS, L. (1991), «La economía española ante la Unión Económica y Monetaria», *Eur Confidential*, núm. 31.
- BOISSIEU, C. de (1991), «Avantages de l'union économique et monétaire», *Revue d'Economie Politique*, núm. 1.
- BORDES, C.; RAYMOND, R., y STRAUSS-KHAN, M. O (1991), «La coordination des politiques monétaires», *Revue d'Economie Politique*, núm. 1.
- BOYER SALVADOR, M. (1989), «La propuesta del Comité Delors para la Unión Económica y Monetaria de Europa y sus críticos», *Información Comercial Española*, noviembre.
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES (1988), «La création d'un espace financier européen», *Economie Européenne*, núm. 36.
- (1990a), «Marché unique, monnaie unique. Une évaluation des avantages et coûts potentiels de la création d'une union économique et monétaire», *Economie Européenne*, núm. 44.
- (1990b), «Coordination monétaire au cours de la première étape de l'UEM», *Economie Européenne*, núm. 46.
- CONTHE GUTIÉRREZ, M. (1991), «La financiación del Tesoro», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33.
- CROOK, C. (1989), «El sistema europeo en transición», *Boletín de Información Comercial Española*, núm. 2210.
- FÍSICO, J. M. (1991), «Política monetaria: grandes cambios en 1991», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 49. Fundación FIES.
- FOURÇANS, A. (1991), «L'Union monétaire de l'Europe: fondements théoriques, problèmes et propositions», *Revue d'Economie Politique*, núm. 1.
- FUENTES QUINTANA, E. (1991), «Problemas económicos españoles de los años noventa: el acercamiento y la convergencia con la CEE», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33.
- FUNDACIÓN FIES (1990), «Informe sobre política económica», *Cuadernos de Información Económica*; reproducido en *Cinco Días*, 16 y 17 de noviembre de 1990.
- GIL, G. (1990), «Instrumentación de la política monetaria: balance y perspectivas», *XVII Jornadas de Mercado Monetario*, Intermoney.
- (1991), «Política monetaria: presente y futuro», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33.
- GONZÁLEZ IBAN, R. (1991), «Unión Económica y Monetaria: el

- gasto soberano», *Boletín de Información Comercial Española*, diciembre 1990-enero 1991.
- INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS (1990), *Hacia la Unión Monetaria Europea*.
- LAGAYETTE, P. (1991), «La dynamique de l'Union économique et monétaire», *Revue d'Economie Politique*, núm. 1.
- LERENA, L. A. (1991), «La política monetaria española en el SME», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33.
- MADROÑERO PELÁEZ, A. P. (1990), «Conferencia de apertura», *XVII Jornadas del Mercado Monetario*, Intermoney.
- MALO DE MOLINA, J. L. (1991), «Resultados de la política monetaria restrictiva», *Economistas*, núm. 47; reproducido en *Cinco Días*, 22 de marzo de 1991.
- OCDE (1991), *OECD Economic Surveys, Spain 1990/1991*, París.
- ONTIVEROS, E. (1990), «La integración en el SME: un año de experiencia», *XVII Jornadas de Mercado Monetario*, Intermoney.
- PÉREZ-CAMPANERO, J. (1991a), «España ante la Unión Económica y Monetaria en Europa», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 48, Fundación FIES.
- (1991b), «Estado de la integración económica y monetaria en Europa», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33.
- PORTES, R. (1989), «La coordinación de la política macroeconómica y el Sistema Monetario Europeo», *Información Comercial Española*, noviembre.
- RAYMOND, R. (1991), «La conduite d'une politique monétaire nationale au sein d'une zone monétaire», *Problèmes Économiques*, núm. 2216.
- ROJO DUQUE, L. A. (1989), *El Sistema Monetario Europeo y el futuro de la cooperación en la CEE*, Espasa-Calpe, Madrid.
- ROMÁN, M., y MARTÍN, M. J. (1991), «La competencia y la política monetaria», *La Gaceta de los Negocios*, 16 de agosto.
- RUBIO, M. (1988), *La política monetaria española cara al Mercado Unico Europeo*, Banco de España, Madrid.
- SALIN, P. (1991), «Quelles monnaies pour le Marché unique européen?», *Revue d'Economie Politique*, núm. 1.
- SECRETARÍA DE ESTADO DE ECONOMÍA (1991), «La Unión Económica y Monetaria. El estado de los debates», *Boletín de Información Comercial Española*, diciembre 1990-enero 1991.
- VIÑALS, J. (1989), «Del Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria Europea», *Información Comercial Española*, noviembre.
- WYPLOSZ, C. (1991), «Les implications budgétaires de l'union monétaire», *Problèmes Économiques*, núm. 2214.

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL SISTEMA DE PAGOS (*)

Gonzalo GIL

INTRODUCCION

En los últimos años, el propio desarrollo de los sistemas financieros ha dirigido la atención hacia un tema que tradicionalmente estaba relegado a niveles de discusión interna en cada institución: el sistema de pagos. Como digo, la situación ha cambiado, y se ha traducido en una reformulación de los objetivos de un banco central en la que a las tradicionales funciones de ejecución de la política monetaria y supervisión del sistema financiero se han añadido todas las actuaciones relacionadas con el sistema de pagos. Esto no podía ser de otra forma, ya que, como más adelante se verá, el adecuado funcionamiento del mismo es condición imprescindible para que los otros objetivos puedan alcanzarse.

Por otro lado, el proceso de avance hacia la unión económica y monetaria de la Comunidad ha acentuado el interés por los sistemas de pagos, pero trascendiendo en este caso el enfoque puramente nacional —que era el tradicional— para prestar atención preferente a la interconexión de sistemas y a la forma de perfeccionar las transacciones transfronterizas, con la participación de distintas monedas.

Por último, acontecimientos recientes en nuestro país, y los comentarios, no siempre acertados ni bien informados, sobre ellos, ponen también de actualidad el funcionamiento del sistema de pagos.

Con todas estas incitaciones, es inevitable que aproveche esta ocasión para hacer algunas reflexiones basadas no en el conocimiento teórico, sino más bien en la práctica de cada día, nuestra y ajena. Estas reflexiones estarán enmarcadas en el siguiente esquema.

En la primera parte, después de analizar las transformaciones recientes, que hacen resaltar el papel de los sistemas de pagos, trataré de exponer la función de los bancos centrales dentro de éstos,

haciendo algunas consideraciones sobre las distintas vías para lograr lo que en esencia es el objetivo último del banco central en esta área: control al máximo de la posible materialización del «riesgo de sistema».

Este enfoque puramente nacional no debe hacer suponer, y ello es obvio, que este riesgo sólo se da en dicho ámbito. Por el contrario, la internacionalización de transacciones y pagos hace que sea este tipo de operaciones —de país a país y participando distintas divisas— una fuente de riesgo, acrecentada porque al mismo tiempo que su volumen ha aumentado aceleradamente, su tratamiento está bastante retrasado respecto al funcionamiento de los sistemas nacionales. Por todo lo anterior, es necesario analizar tanto los rasgos distintivos de estas operaciones como lo que se está haciendo para su tratamiento.

Sólo muy recientemente, la CE ha tomado conciencia de los problemas que puede plantear un inadecuado funcionamiento de los sistemas de pagos; hasta tal punto esto es así, que cabe aventurar que el tratamiento que se da a este tema en el borrador de la Institución Monetaria Europea y de los Estatutos del Banco Central Europeo es demasiado tímido. Parece inevitable, pues, que la consideración de lo que se está haciendo a escala comunitaria y el entramado institucional que se ha montado sean la tercera área de atención de esta primera parte.

En la segunda parte, abordaré el estado de la cuestión en nuestro país. Para ello, después de mencionar las características más sobresalientes de nuestro sistema de pagos en general, discutiré los rasgos, situación y posibles desarrollos tanto del Sistema Nacional de Compensación Electrónica como, y más intensamente, del Sistema Telefónico del Mercado de Dinero y la liquidez de los mercados en torno al mismo. Algunas consideraciones sobre el proyecto de cámaras de compen-

sación en divisas se incluyen también en esta segunda parte.

I. DESARROLLO RECIENTE DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

1. Innovación financiera y sistemas de pagos

La evolución reciente de los sistemas financieros ha tenido unos resultados beneficiosos para el sistema económico en su conjunto. Ha permitido mejorar la capacidad de respuesta de las entidades ante las necesidades de los clientes, ofreciendo una gama más amplia de servicios para cubrirlas y a unos precios más ventajosos; ha alentado un estrechamiento de los *spreads* en los diferentes mercados, aumentando la eficiencia de éstos y su liquidez. Ha supuesto, en resumen, una mejora en el funcionamiento de los mercados.

Se trata de un proceso que, no obstante lo anterior, no está carente de riesgos, y que tiene importantes implicaciones sobre la estabilidad y la estructura de los mercados financieros y, por ello, sobre el papel que frente a éstos debe desarrollar un banco central.

Efectivamente, la situación creada es tal que la posible aparición de «alteraciones financieras» se ha incrementado en los últimos años. Esto ha sido así por varias razones.

- En primer lugar, la propia ejecución de las políticas macroeconómicas, con importantes desequilibrios en balanzas de pagos, tasas muy desiguales de inflación, fuertes y continuados déficit públicos, importantes endeudamientos, etc., ha sido un factor que ha introducido dosis de volatilidad e inestabilidad en el sistema, acentuando la posibilidad de desequilibrios.

- En segundo lugar, las innovaciones financieras, acompañadas de los avances tecnológicos, constituyen un proceso de dos caras, ya que si bien son ciertas sus indudables ventajas en la integración de mercados, no lo es menos el hecho de que introducen en el sistema nuevos elementos de riesgo e inestabilidad.

Es cierto que los nuevos instrumentos pueden conducir a un reparto de los riesgos y a su reasignación, pero también lo es el que éstos no desaparecen, y que no se elimina el riesgo del sistema. No existe una cobertura perfecta, y el sistema en su conjunto no puede ser protegido. Por otro lado, este aparente alivio de los riesgos puede incitar a actitudes peligrosas, tales como una inadecuada valoración de los mismos, inevitable en cierto

modo al tratarse de operaciones nuevas que, al surgir en los últimos años, no han sido probadas en diferentes fases del ciclo. El mismo hecho de la distribución puede terminar concentrando los riesgos en agentes que pueden no estar preparados para ello, al tiempo que la aparente facilidad de cobertura puede incitar a la asunción de un volumen de riesgos mucho mayor que en otras circunstancias.

- En tercer lugar, se acentúan los efectos que el Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York llamaba, en un reciente artículo, de «imitación» y de «ilusión de liquidez». La aparición de una innovación financiera suele producir unas tasas de rentabilidad inicialmente muy elevadas que, no obstante, y dada la extraordinaria competencia y facilidad de imitación, desaparecen rápidamente, dejando la ilusión de su permanencia, lo que incita a operadores menos sofisticados a entrar en el juego cuando la rentabilidad ya difícilmente cubre los riesgos.

Una ampliación de este fenómeno, pero de la misma raíz, es la desmedida confianza —efecto ilusión— de algunos agentes que se consideran dotados de mayor habilidad o en posesión de unos sistemas que les otorgan ventajas relativas sobre sus competidores.

Todo esto está relacionado con una mentalidad que sólo parcialmente asume el nuevo entorno en que está jugando. Si, por un lado, algunas instituciones —y esto no es una mera elucubración teórica— parecen asumir las exigencias de este nuevo entorno, no se produce, por otro, un traslado adecuado de esta mentalidad al funcionamiento de aquella parte de sus organizaciones más directamente implicadas, no sometiéndolas a los adecuados controles de seguridad, escatimando recursos, no valorando adecuadamente los riesgos o sometiéndolas a la organización a inadecuadas tensiones, confiando, consciente o inconscientemente, en que los mecanismos montados por el banco central pueden ser suficientes para que nada irreparable pueda ocurrir. Es ésta una actitud, y esto me interesa recalcarlo, que, aunque efectivamente está desapareciendo de nuestro sistema, todavía está presente, y puede observarse en algunos momentos. Pero sobre esto volveré más adelante.

- En cuarto lugar, los mercados de dinero y de capitales son internacionales, lo que quiere decir que están activos las veinticuatro horas del día y que los acontecimientos de cualquier parte del mundo pueden afectar al conjunto del sistema. No hay institución que esté completamente protegida. Junto a esto, se está asistiendo a una explosión

de transacciones financieras a muy corto plazo y con gran volatilidad de precios. Volatilidad que da lugar a importantes beneficios, pero que, al ser un juego a cero, también puede ocasionar pérdidas, con repercusiones sobre otras entidades en forma de cadenas de incumplimiento de los compromisos asumidos.

Todos los desarrollos anteriores han sido posibles, en buena medida, porque la infraestructura ofrecida por los sistemas de pagos se ha desarrollado aceleradamente. Esto lleva consigo, y frecuentemente se olvida, un conjunto de riesgos implícitos al propio proceso mencionado. En efecto, el extraordinario perfeccionamiento de estos sistemas —pieza básica para que todo el proceso de intermediación funcione— y su implantación electrónica, que permite las liquidaciones al mismo día, llevan inevitablemente a una tan estrecha interacción entre los esquemas operativos de las entidades —sus riesgos, su liquidez, etc.— que cualquier pequeño incidente, técnico o de cualquier otro orden, puede acarrear consecuencias incalculables para todo el sistema.

Resultado de todas las circunstancias anteriores es el hecho de que si bien la aparición de «crisis financieras» —entendiendo por tales aquellas que tienen un efecto apreciable sobre la economía real— es más difícil ahora que antes, debido a la existencia de mecanismos de compensación y protección, y a la propia actitud de los supervisores, el propio desarrollo del sistema propicia la aparición de «alteraciones financieras» que, de desembocar en una crisis, pueden producir efectos potencialmente mucho más devastadores para el conjunto del sistema, ya que ahora el riesgo difícilmente puede ser contenido en uno o varios mercados.

Estos hechos son bastante explícitos, y de ellos se desprende la absoluta necesidad de que los sistemas de pagos funcionen adecuadamente. Un apropiado funcionamiento del sistema de pagos sólo puede lograrse si se garantiza la eficiencia y estabilidad de los mecanismos de compensación y liquidación. Mecanismos que, aun en el caso de un funcionamiento perfecto, no consiguen atenuar el riesgo de crédito, que sólo puede ser aminorado por la política de las propias entidades participantes.

2. La función de los bancos centrales

Con alguna frecuencia, llegados a este punto, se plantea la cuestión, muy útil para llenar páginas de literatura, de si el sector público debe participar de

alguna forma en garantizar la mencionada eficiencia y estabilidad. A nadie sorprenderá que manifestase como punto de partida mi absoluto convencimiento sobre la necesaria participación de los bancos centrales, y ello no por presupuestos ideológicos, sino por razones puramente prácticas.

Esto no implica que las fuerzas del mercado no puedan tener participación en este asunto; de hecho, la tienen, y pueden satisfacer algunas de las necesidades del sistema, pero no todas ni las más importantes. Ninguna organización privada puede garantizar el funcionamiento del sistema ni la prevención del riesgo de sistema porque, frecuentemente, carecen del suficiente poder para imponer restricciones a los miembros participantes y, sobre todo, porque su capacidad de proveer liquidez última está limitada.

La participación del banco central en el sistema de pagos es algo indisolublemente unido a sus tareas como ejecutor de la política monetaria, y como supervisor y garante de la estabilidad de los sistemas financieros. Las transacciones económicas se perfeccionan mediante la transferencia de la mercancía real o financiera intercambiada y de medios de pago. El dinero bancario es el medio de pago más utilizado en las economías de los países industrializados, y es el banco central el que, en la ejecución de la política monetaria, regula la creación del que posteriormente circula entre los diversos agentes económicos.

Dado que el objetivo último de la política monetaria es afectar a la actividad económica, y que dicho objetivo se logra, en primer lugar, mediante la creación del dinero bancario, habrá que garantizar la transmisión de este último entre los agentes económicos. Aquí es donde juega un papel el sistema de pagos, y es en su adecuado funcionamiento o, por ponerlo en términos menos abstractos, en la eficacia y seguridad de los mecanismos de liquidación y compensación, donde radica el mayor o menor acierto en el logro del objetivo final. Es obvio, pues, que el banco central debe hacer lo posible por garantizar el adecuado funcionamiento de dicho mecanismo de transmisión.

Por otro lado, el papel del banco central implica, de uno u otro modo, su actuación posible como prestamista en última instancia. Esta función, que es inevitable, pero que suscita algunas cuestiones interesantes que luego se mencionarán, debe llevar aparejado el papel de supervisor del sistema, sea cual sea la organización institucional concreta que se le dé a esta función.

Es esta triple función —prestamista en última instancia, inspector del sistema bancario y super-

visor, al tiempo que agente, del sistema de pagos—, y no solamente la ejecución de la política monetaria, la que configura actualmente el carácter de un banco central. Por otro lado, los primeros síntomas de crisis financiera se manifiestan siempre en fallos en el sistema de pagos, lo que justifica una vez más la atención preferente del banco central.

Aunque estrictamente, en términos de costes producidos por un fallo en el sistema de pagos, la participación del banco central está más que justificada, ésta suscita algunas cuestiones que fuerzan a que no sea incondicional y sin contrapartidas por parte de las entidades privadas.

Se ha visto antes cómo lo que hace imprescindible la participación del banco central es su apoyo último a las entidades que participen. La cuestión que se plantea es hasta qué punto hay que garantizar dicho apoyo. Obviamente, si se quiere evitar totalmente el «riesgo de sistema», habrá que llevarla hasta el final. Esto plantea el conocido problema del *moral hazard*. En efecto, una garantía incondicional relajaría la disciplina de las entidades, acentuando el peligro que trataba de evitarse. Así pues, este compromiso del banco central debe graduarse, forzando a que sean las propias entidades las que primero asuman los riesgos.

El objetivo último de la participación del banco central como agente y como supervisor del sistema de pagos no es, desde luego, evitar a toda costa que algún pago no se efectúe (esto, incluso puede ser beneficioso para el sistema), sino más bien evitar el efecto de transmisión que puede producirse no sólo a lo largo de todo el sistema nacional, sino también a los mercados de otros países; esto es, evitar o minimizar el riesgo de sistema. Aunque la implicación de los bancos centrales en sus respectivos sistemas depende tanto de razones históricas como del grado de desarrollo tecnológico, el objetivo último, común a todos ellos, es el mencionado.

Obviamente, la única forma de controlar totalmente este tipo de riesgo consiste en establecer un sistema de pagos secuenciales, no compensados en cámara, en el que todas las operaciones, una vez aceptadas, sean irrevocables y finales. Un sistema de este tipo requiere que sólo se liquide cada operación si hay saldo previo, o que alguien asuma el riesgo de tal forma que éste no se transmita, al menos en un primer momento, de manera inmediata al mercado.

En otros sistemas más tradicionales, como en Estados Unidos o Suecia, el banco central asume directamente la responsabilidad de garantizar, en determinadas redes interbancarias de pagos, to-

das las operaciones como firmes; pero simultáneamente, y para evitar el proceso del *moral hazard*, establece un conjunto de limitaciones o normas que pretenden responsabilizar, en primer grado, a los directos participantes en el mercado.

Puesto que el acceso al sistema que se compensa y liquida a través de las cuentas del banco central implica el acceso a éste como fuente de financiación última, dicho acceso reviste algunas condiciones. En primer lugar, se ejerce una limitación estricta de las instituciones que pueden participar en él. Su solidez financiera y tecnológica deben ser consideradas, así como las características personales y profesionales de los responsables. Superada esta barrera inicial, diversos tipos de mecanismos pueden entrar en funcionamiento: unos, para prevenir la crisis; otros, para aminorar sus efectos una vez producida.

En el primer grupo pueden encontrarse: una infraestructura que permita la información intradía de los descubiertos en tiempo real, el establecimiento de límites (*caps*) tanto bilaterales como frente al sistema en su conjunto, el establecimiento de un coste a los descubiertos que se produzcan, etcétera. Como se ve, medidas todas ellas tendientes a que las entidades asuman sus propias responsabilidades.

En el segundo grupo pueden encontrarse diversas formas para el establecimiento de colaterales o cualquier modalidad de reparto de pérdidas. Medidas, todas ellas, que pretenden preservar, dado el carácter firme de las operaciones, la situación del banco central, que, en último extremo, estaría arriesgando dinero público.

Otros sistemas, en cambio —como el alemán, el francés o el nuestro, por ejemplo—, no garantizan el carácter firme de los pagos, y todas las operaciones realizadas y ordenadas a lo largo del día quedan pendientes de ejecutar hasta que al final del día se procede a la liquidación neta de todos los mercados. En este caso, no puede hablarse de descubiertos intradía, ya que no existen como tales. Las razones de existencia de estos sistemas con un potencial, al menos teórico, de riesgo de sistema, pueden ser muy variadas: desde la participación de un elevado número de entidades en el proceso hasta el relativo atraso tecnológico, que impide el control en tiempo real. En muchas ocasiones, el banco central, al ofrecer los sistemas de compensación y liquidación, ha tratado con ello de iniciar y desarrollar unos mercados inexistentes, y por ello ha dado cabida a instituciones que, desde otra perspectiva, no deberían haber entrado en el sistema.

En cualquier caso, también en estos sistemas debería caminarse hacia el establecimiento del carácter firme de los pagos. Para ello, la implantación de los sistemas antes mencionados es imprescindible. Este proceso es inevitable, y en ese sentido se está caminando, pero conviene tener en cuenta que en cualquiera de los sistemas la presencia del banco central como prestamista último es el hecho clave para la eliminación completa del riesgo del sistema. De hecho, el banco central, sea en un sistema bruto o en un sistema neto, no puede dejar de desempeñar este papel porque en ningún caso puede admitir la posibilidad de que surja una crisis de sistema. Tener esto en mente no implica flexibilizar o relajar las exigencias a las entidades participantes, antes bien, justamente por ello, éstas deben acentuarse, pues en caso contrario los efectos del *moral hazard* pueden repercutir en otras áreas de funcionamiento de las mismas.

3. Los sistemas de pagos en las transacciones internacionales

Hasta este momento, todo ha sido tratado desde una perspectiva nacional, que debe ser complementada con la consideración de los pagos transnacionales y con la participación de diferentes divisas, por lo que los riesgos se acrecientan debido a la disparidad de legislaciones, a la no coincidencia de horarios de funcionamiento, a lo complicado, y en ocasiones confuso, de los mecanismos de control entre diferentes autoridades monetarias, etcétera.

Mientras que en el interior de cada país los problemas relacionados con el sistema de pagos —procesos de compensación y liquidación— suelen estar bien resueltos, en cuanto se trascienden las fronteras nacionales nos encontramos con una situación en la que se dan elementos contradictorios.

Así, mientras, por un lado, es un hecho generalmente admitido la insuficiencia de los sistemas de pagos para transacciones entre países, ocurre que la propia evolución del sistema de pagos internacional demanda cada vez con mayor fuerza del desarrollo de iniciativas en este terreno.

La insuficiencia que se aprecia en los sistemas de compensación y liquidación transnacional se debe a causas muy diversas. Entre ellas, pueden mencionarse, en primer lugar, la inexistencia de una autoridad central que desarrolle un papel similar al de los bancos centrales en los sistemas nacionales; además, la ausencia de reglas y procedimientos generalmente aceptados, que obliga a la

realización de las transacciones de una forma bilateral, en lugar del establecimiento de sistemas multilaterales, y, por ello, sin una clara estructura de referencia. Se hace notar así, de una manera palpable, la inexistencia de una cámara de compensación que permita la compensación y liquidación de pagos internacionales, de tal forma que cada banco pueda relacionarse con el intermediario sin tener necesidad de establecer una complicada red de relaciones bilaterales. Esta cámara permitiría una clara reducción de riesgos, así como un incremento en la calidad y una reducción del precio de los servicios que redundarían beneficio de los usuarios últimos.

Por otro lado, frente a la insuficiencia mencionada, la intensidad de los intercambios, tanto en las fronteras europeas como en áreas geográficas más amplias, ha experimentado espectaculares incrementos en los últimos tiempos. La eliminación en Europa de las fronteras y barreras para los movimientos de capitales, acelerada desde que empezó la primera fase de la unión monetaria, así como el mayor uso que se hace en las transacciones internacionales de las diversas monedas europeas —resultado, en buena parte, de la estabilidad de tipos de cambio derivada del funcionamiento del SME—, hacen que cada vez sea más apremiante el establecimiento de sistemas de compensación y liquidación para transacciones internacionales, al menos en esta área geográfica.

Ante esta necesidad, que, obvio es decirlo, no se debe tanto a los programas de unificación monetaria europea —o, al menos, no hasta ahora— como a los desarrollos autónomos de los mercados, cabe plantearse dos alternativas: que el mercado resuelva por sí mismo, ya que —puede decirse— si es una necesidad ampliamente sentida, inevitablemente surgirá la solución; frente a ella estaría otra que defiende que las autoridades respectivas —bancos centrales, básicamente— tienen un papel que jugar debido a que la cooperación interbancaria aislada resulta extraordinariamente compleja y dispersadora (tenemos un buen ejemplo en nuestro sistema de compensación electrónica). Por otro lado, esta postura estaría también abonada por el hecho, empíricamente comprobado, de que los sistemas de «neteo» para reducir riesgos pierden gran eficacia por las diferencias legales que sólo una instancia superior puede ayudar a resolver. Además de todo ello, y tal como se ha visto antes, el banco central es una parte integrante de los sistemas de pagos de cada país, y por ello está directamente concernido, doblemente, en cuanto a su papel de autoridad supervisora y como agente operador en el sistema.

Buena muestra, si no de la incapacidad de la iniciativa privada por sí misma, sí de lo tortuoso, dilatado y antieconómico del proceso, la constituyen los sistemas de *netting* privados que se han establecido hasta el momento.

Efectivamente, en un reciente seminario celebrado en Italia, una de las ponencias describía los sistemas implantados hasta el momento. Sin ánimo de ser exhaustivo, se mencionaban, entre otros: la iniciativa del Chemical Bank, que en 1984 propicia el desarrollo de un sistema (FXNET) para la compensación bilateral de contratos *spot* y *forward* en moneda extranjera; otro proyecto —Exchange Clearing House Organization (ECHO)—, esta vez de carácter multilateral, se inició en 1986 por un grupo de bancos; por último, el Ecu Clearing System, 1987 —para pagos en ecu—, impulsado por la Asociación Bancaria del Ecu, con la participación del Banco de Pagos Internacionales. Soluciones, todas ellas, que no resolvían sino aspectos parciales del problema, y de una forma no muy satisfactoria.

Los bancos centrales son instituciones inicialmente creadas para operar a escala nacional y en la propia divisa, y por ello todo el diseño de los sistemas de compensación y liquidación parte de esta premisa. Las razones ya mencionadas anteriormente obligan a que los bancos se replanteen sus funciones de supervisión respecto al sistema de pagos, y su participación directa en ellas, a la luz de los desarrollos internacionales. Este replanteamiento pasa, indefectiblemente, por una mayor cooperación entre los bancos centrales.

Esta cooperación debe transcurrir, en principio, en dos áreas. En la primera de ellas, por primera vez con el *Informe Lamfalussy*, los bancos han fijado los requisitos para el establecimiento de una política común respecto a los sistemas de pagos.

El *Informe* parte del principio de que los bancos centrales comparten el interés por estimular todos los desarrollos que tiendan a incrementar la eficacia y estabilidad de los sistemas de pagos interbancarios. En este sentido, los pagos multivisa y transnacionales son definitivos y requieren respuestas colectivas.

Partiendo de este hecho, el *Informe del Grupo de los Diez* plantea unos estándares mínimos que deben cubrir todos los sistemas que se establezcan. Niveles mínimos que tratan de asegurar que todas las bases legales, en los diferentes países, están bien delimitadas; que todos los participantes tengan una clara idea de las potenciales pérdidas en que incurrirían en caso de incidencias, y que el

sistema esté bien diseñado, con todos los mecanismos de control de riesgos en funcionamiento y con una infraestructura técnica adecuada. Tienen también relevancia los criterios para la participación de entidades en el sistema.

Al mismo tiempo, establece por primera vez unos principios para fijar la cooperación entre los bancos centrales. Principios que no sólo abarcan el intercambio de información, sino que también delimitan cómo debe ser la supervisión sobre estos sistemas. Así, se establece la presunción de que es el banco central del país en el que esté establecido el sistema el que tiene la responsabilidad primaria sobre éste (estructura, diseño, responsabilidad de miembros, etc.); los fallos en el sistema de compensación y liquidación son responsabilidad compartida del banco central que albergue el sistema y del banco central emisor de la divisa en cuestión.

Por otro lado, a un nivel más pegado a la realidad de cada día, la actividad en cuanto a la liquidación de los pagos también debe sufrir algunas modificaciones. El hecho de que las divisas emitidas por cada banco central sean cada vez más utilizadas en ámbitos geográficos distintos del correspondiente al propio banco, y en zonas horarias completamente desplazadas, llama también a una continua cooperación y homogeneización de las prácticas.

La globalización de los mercados hace esta cooperación cada vez más imperiosa, ya que, paradójicamente, la mayor perfección de aquéllos produce un mayor peligro de contagio, a través de los sistemas de pagos, ante la aparición de cualquier crisis, tal como vimos al comienzo.

Para concluir, y como antes mencionaba, aunque las modificaciones a que se ven abocados los bancos centrales son producto, en gran medida, de los propios desarrollos del mercado, con independencia de la existencia de planes comunitarios, lo cierto es que la existencia de estos últimos —la unión económica y monetaria europea— refuerza la necesidad de un enfoque cooperativo.

En último extremo, la homogeneización de los sistemas operativos y la simultaneidad de las liquidaciones finales son importantes no sólo para reducir riesgos, sino para favorecer la integración eficaz de los sistemas financieros y la realización de una política monetaria común. En este sentido trabaja la coordinación en las políticas de reducción y control de los riesgos en los sistemas de pagos, que, en caso contrario, pueden conducir a desplazamientos financieros perturbadores. Se trata, pues, de no perder de vista que los desa-

rollos que se mencionarán en nuestro sistema de pagos nacional deben ser contemplados, ahora ya, con una perspectiva más amplia. Es ésta una idea que está empezando a tomar cuerpo a escala comunitaria, y que es conveniente que vaya impregnando la actividad de nuestras instituciones en este campo.

Esto nos lleva a formular algunas cuestiones cuyas respuestas sólo muy recientemente han empezado a explorarse en el ámbito comunitario. ¿Cómo plantear la evolución futura de los sistemas de pagos teniendo en cuenta, por una parte, la situación ahora existente y, por otra, su necesaria transformación pensando en el mercado único y en el Banco Central Europeo? Como decía antes, las respuestas han empezado a explorarse, y no voy a ser tan atrevido como para adelantarlas yo, pero, afortunadamente, parece que se va imponiendo la sensatez. Cuando se logre el Banco Central y la moneda única —sería la argumentación inicial de la corriente que parece dominante en estos momentos—, los sistemas de pagos serán más simples de manejar que los existentes durante el período de transición. Siendo esto así, no nos dediquemos a la puesta en pie de «magros proyectos» dilapidadores de tiempo y dinero, y vayamos a introducir las necesarias adaptaciones en los sistemas ahora existentes y en funcionamiento.

¿Qué ideas podrían manejarse en esta línea? ¿Por dónde deberán caminar las actuaciones de los bancos centrales? Sólo a modo de ejemplo:

- Deberían dedicarse esfuerzos crecientes a mejorar las conexiones técnicas entre los diferentes sistemas. Esto implica, lógicamente, compatibilizar las estructuras tecnológicas de los diferentes sistemas y poner en pie una nueva infraestructura que facilite las transacciones entre fronteras, lo que, tal como mencioné anteriormente, ha sido hasta ahora un aspecto bastante descuidado. Una reciente encuesta entre los bancos centrales europeos sobre sus equipamientos informáticos muestra un elevado grado de homogeneidad de éstos, y también que todos los bancos están ya trabajando en unas líneas de desarrollo comunes. Esto hace mucho más viable el enfoque antes mencionado.

- Podría pensarse en el establecimiento de un *pool* de garantías que permitiría importantes ahorros a los participantes en los diferentes sistemas, quienes no tendrían así que establecer garantías independientes en cada uno de los sistemas en que participen.

- Deberán armonizarse al máximo todas las normas existentes sobre los sistemas de pagos. En

esta línea, habrá que prestar atención, y tratar de unificar, a las condiciones en que los servicios son ofrecidos por los bancos centrales, tanto en normas de acceso como en aspectos puramente operacionales. Esto es importante, porque los distintos modos de participación de los bancos centrales pueden implicar, y de hecho implican, subsidios encubiertos que introducen desviaciones del principio de libre competencia.

En esta misma área, sería importante proceder a una unificación de horarios, hecho aparentemente simple, pero que, como la experiencia ha demostrado, puede ser una importante fuente de riesgo.

- Habría que empezar a pensar en la elaboración de un dispositivo de información de carácter europeo, así como en fijar la posición frente a la creciente competencia de entidades no bancarias que quieren participar en los sistemas de liquidación y compensación.

Todas las ideas anteriores no son sino una mínima expresión de la vasta tarea que tiene por delante la construcción de un sistema de pagos europeo. Es éste un tema sobre el que sólo muy recientemente se ha empezado a pensar de manera organizada, y que, por el tratamiento que se le ha dado en los borradores de Estatutos del Banco Central Europeo, es de temer que no ha sido considerado con la debida profundidad, poniendo en peligro la existencia de una institución que sea en realidad un banco central.

La estructura institucional que servirá para canalizar todas las soluciones a los problemas anteriores se ha puesto en marcha muy recientemente. Está funcionando básicamente en torno a dos centros: la Comisión Europea y el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de Basilea, que han organizado diversos grupos de trabajo que están tratando de clarificar la situación actual de los sistemas de pagos en los diferentes países y, al tiempo, tratando de delimitar las posibles líneas de desarrollo futuro en el sentido que antes mencionaba.

II. SITUACION ACTUAL EN ESPAÑA

1. Características de nuestro sistema de pagos

Antes de considerar las características más sobresalientes de los circuitos de compensación y liquidación interbancaria en nuestro país —y muy especialmente el SNCE y el STMD—, puede tener interés recapitular, siguiendo el trabajo de J. San-

tillán, los rasgos más claramente definitorios de nuestro sistema de pagos. Estos son, resumiendo, los siguientes:

1) En nuestro sistema, se dan simultáneamente elementos propios de los sistemas de pagos más avanzados y otros más propios de sistemas menos desarrollados. Así, por ejemplo, junto a la automatización de los intercambios, los cajeros automáticos, los sistemas de anotaciones en cuenta, etcétera, nos encontramos con la extraordinaria importancia del efectivo y, de entre los instrumentos de pago, con la absoluta preponderancia del cheque.

El peso del efectivo, explicado por un conjunto de razones —entre las que pueden destacarse la fragmentación de la red comercial, las elevadas tasas de paro, la economía sumergida y la mayor opacidad fiscal—, es en nuestro país muy superior al que tiene en los restantes países. Así, su peso relativo en los agregados monetarios es muy alto y creciente. Igualmente, cualquiera de los indicadores de su velocidad de circulación —es decir, su relación con el consumo privado y con el PIB— muestra unos valores sólo superados, en el primer caso, por Japón.

2) Una influencia decisiva sobre las características del sistema de pagos ha tenido la configuración y estructura del sistema bancario español, y muy especialmente la extensa red de oficinas. Esta red, que lleva consigo unos *ratios* de habitantes por oficina y un tamaño medio por oficina de los más bajos entre los países industrializados, explica el papel preponderante del efectivo y del cheque, así como el peso de los procesos de compensación interbancaria, difíciles de estimar, pero seguramente superiores a los existentes en otros países.

Junto a esta preponderancia del sistema bancario, debe mencionarse la escasa participación de la red postal.

3) Entre los instrumentos de pago, tal como se mencionaba antes, el papel preponderante está representado por el cheque, con un 70 por 100 del total del volumen de pagos, seguido, a bastante distancia, por las transferencias (10 por 100), adeudos domiciliados (4 por 100), tarjetas de crédito, etcétera. Todo esto teniendo en cuenta únicamente la compensación a través de las cámaras tradicionales y el SNCE. Se mencionaba antes que la compensación interbancaria debía ser muy importante, y cabe estimar para 1990 un total, por este procedimiento, de 350 millones de transacciones, con un valor de 23 billones. De la importancia de este procedimiento da una buena idea el hecho de

que a través de las cámaras y el SNCE se ha compensado, en el mismo período, un total de 570 millones de operaciones, por un valor de 124 billones de pesetas.

4) Otra de las características de nuestro sistema de pagos es la gran implantación de los sistemas electrónicos de retirada de fondos y la cooperación de las entidades en la explotación de estas redes automáticas. El número de cajeros automáticos en 1990 era de 14.000, que totalizarán en el año 355 millones de transacciones, por un valor de 4 billones de pesetas.

5) En este momento, nuestro sistema de pagos está cubierto por tres redes:

a) Las cámaras de compensación tradicionales, que paulatinamente han ido sustituyendo el soporte de papel por el intercambio de información con soporte magnético.

b) El Sistema Nacional de Compensación Electrónica, que utiliza la interconexión de ordenadores para el intercambio de la información.

Ambos sistemas compensan los instrumentos que recogen la movilización de medios de pago entre las entidades bancarias y su clientela. La importancia relativa de los tres soportes que se dan en los tres sistemas sería, sobre el número total de operaciones compensadas: un 54 por 100 para el soporte papel, un 28 por 100 para soporte magnético y un 18 por 100 para interconexión de ordenadores. Esta estructura está cambiando muy rápidamente, como luego se verá, por el desarrollo del SNCE.

c) La tercera red está constituida por el STMD, que compensa y liquida las operaciones relacionadas con los mercados interbancarios, deuda anotada, etcétera.

6) Por último, destacar en este rápido repaso la cooperación de las entidades en la creación de sistemas de compensación y liquidación interbancaria, así como el papel del Banco de España —mucho más implicado en estos temas que otros bancos centrales comunitarios— en los sistemas de pagos como agente y como supervisor.

La implicación de los diferentes bancos centrales en el sistema de pagos es diferente, y depende en gran medida de factores históricos. Un reciente trabajo, referente a este tema, para el Grupo de los Diez permite asegurar que la implicación del Banco de España es bastante mayor que la de la mayoría de los bancos centrales.

En efecto, y como todos ustedes saben, el Banco, en su triple papel de cooperación en el diseño

de sistemas, agente operante en ellos y responsable de la supervisión de su funcionamiento, desarrolla una serie de funciones bastante amplias. Así, además de ofrecer los servicios de cuenta corriente a las entidades financieras y al Tesoro, el Banco se encarga de la gestión del STMD y de la Central de Anotaciones en Cuenta en Deuda del Estado, de la liquidación del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, de las cámaras de compensación y bolsas, así como de los mercados organizados de futuros, opciones y pagarés de empresa.

Esta elevada concentración de los procesos de compensación y liquidación lleva a considerar el problema de los riesgos a que luego aludiré. Querría referirme ahora, brevemente, a los sistemas de pagos centrados en torno al SNCE (pagos minoristas) y al STMD (pagos mayoristas o interbancarios), que constituyen las dos redes fundamentales.

2. El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE)

La estructura tradicional antes señalada se está viendo alterada, y lo estará más en el futuro inmediato, por la creación y desarrollo del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Este, que no se constituye como tal hasta el año 1987, basándose en las experiencias comunes de un grupo de entidades y en el desarrollo de los sistemas de telecomunicación, está estableciendo un sistema de compensación y liquidación de ámbito estatal en el que el concepto tradicional de cámaras de compensación se irá diluyendo en el tiempo.

El 13 de marzo de 1990 comenzó a funcionar de manera efectiva el SNCE con la compensación y liquidación de cheques mediante interconexión de ordenadores. La operativa es muy sencilla. En horario nocturno (de 9 a 11,30), las entidades intercambian entre sí los datos representativos de los cheques que tienen para compensar, obteniéndose para cada par de entidades un saldo neto. Estos saldos son comunicados al Sistema Nacional de Liquidación, en el Banco de España, que obtiene un saldo neto acreedor o deudor para cada entidad y liquida en las cuentas de tesorería de las entidades.

En caso de detectarse discrepancias entre los saldos comunicados por dos entidades, existen una serie de criterios para su resolución en un corto espacio de tiempo (si la cantidad de discrepancia es menor de diez millones, se toma la comunicada por la entidad deudora; si es mayor, deberán conciliarse entre ellas, y si no se logra, el Banco de España anotará el saldo comunicado por la primera

entidad deudora), que, de no funcionar, conduciría a una anulación de las dos anotaciones.

La supervisión y regulación del Sistema corre a cargo del Banco de España, que actúa asesorado por una Comisión Asesora, compuesta por representantes de las entidades participantes en el Sistema, y cuyas funciones, realizadas a través de una serie de grupos de trabajo, son:

a) Elaboración y modificación de las normas de funcionamiento del SNCE, que posteriormente deberán ser aprobadas por el Banco de España.

b) Coordinación, vigilancia e impulso del desarrollo informático.

c) Propuesta de resolución al Banco de España de aquellos casos en que alguna entidad se sienta lesionada.

d) Elaboración de estadísticas de la compensación electrónica.

No tiene sentido extenderse más sobre el funcionamiento del Sistema Nacional de Compensación Electrónica —aparte de que un reciente libro de Antonio Rosas, publicado por el Banco de España, lo describe mucho mejor de lo que yo podría hacerlo aquí ahora—, pero sí explicar brevemente sobre qué realidad se aplica dicho Sistema y cómo está evolucionando.

El resumen estadístico —con las limitaciones antes señaladas de referirme sólo a la compensación «externa»— del año 1990 muestra que en el año se compensaron un total de 570 millones de operaciones, por un valor de 124 billones de pesetas, a través del conjunto de sistemas que funcionan en este momento (cámaras, soporte magnético e interconexión de ordenadores).

El 70 por 100 de ese valor corresponde al Subsistema del Cheques y Pagarés de Cuenta Corriente, único subsistema que en este momento está en funcionamiento en el marco del SNCE. De los 86 billones que representaba este Subsistema en el total de intercambios, un 22 por 100 correspondía al intercambio mediante interconexión de ordenadores. La existencia del límite de truncamiento hace que este total corresponda a un 48 por 100 del total de operaciones. A principios del año 1992, está previsto que empiece a funcionar mediante interconexión —esto es, dentro del Sistema Nacional de Compensación Electrónica— el Subsistema de Transferencias, que se intercambia en su totalidad mediante soporte magnético. Este Subsistema, que representa un 10 por 100 tanto en valor de operaciones como en número, se incorporará

con más rapidez que el de cheques, y con ello el Sistema recibirá un impulso definitivo. Los restantes subsistemas están en un estadio más atrasado; así, el segundo en importancia —recibos—, con un 31 por 100 del total de operaciones, y el de efectos de comercio, que representa un 20 por 100 del total de operaciones intercambiadas, se tramitan en este momento básicamente a través de cámaras, por lo que su incorporación será forzosamente más lenta.

En cualquier caso, lo más difícil del proceso ya está realizado, y la implicación de las entidades es completa. En este momento, están participando en el Subsistema de Cheques y Pagarés un total de 23 asociadas. Lógicamente, cabe pensar que no muchas más entidades actuarán en los diferentes subsistemas como asociadas —ya que ello implica unos grados de compromiso y desarrollo tecnológico muy elevados— y la mayoría de las restantes lo harán como representadas. La Comisión Asesora, considerando que un excesivo número de entidades de pequeño tamaño podría, dadas las características del Sistema, entorpecer su funcionamiento, aprobó recientemente algunas medidas tendentes a incrementar la eficacia de tal funcionamiento. Muy brevemente, estableció un nivel mínimo de actividad necesario para poder tener acceso al Sistema (nivel de actividad en el que jugaban la proporción de activos de la entidad sobre los activos totales y el número de operaciones compensadas por ella sobre el total), fijó la necesaria permanencia en el tiempo de este nivel, estableciendo en dos años el período límite en el que si no se alcanzaba o mantenía el citado nivel de actividad mínima se produciría la salida de la entidad, y fijó en seis meses el período a transcurrir desde que una entidad solicitaba la inscripción en el registro del SNCE hasta que empezaba a actuar efectivamente en alguno de los subsistemas.

Hasta el presente, están inscritos en el Sistema —lo que no implica en todos los casos participación efectiva en algún subsistema— 57 bancos (19 asociados y 38 representados), 57 cajas (5 asociadas y 52 representadas), Caja Postal, una entidad oficial de crédito y 40 cooperativas (3 asociadas).

Al margen de los desarrollos del SNCE en un próximo futuro, y aunque fuera de su ámbito, tiene interés hacer alguna alusión a los primeros pasos dados para el establecimiento de un sistema de compensación y liquidación de operaciones en divisas. Sistema que adquiere un interés mayor a la luz de las iniciativas, tanto en el ámbito internacional como en el comunitario, que ya han sido comentadas.

3. Compensación y liquidación de pagos en divisas

Aprovechando el antecedente que representaba el sistema de normalización de los intercambios de órdenes de pago en pesetas convertibles, el Comité Técnico Interbancario de extranjero ha iniciado los primeros estudios de normalización de la compensación y liquidación de pagos en divisas entre entidades de crédito residentes.

En las reuniones mantenidas hasta el momento, se perfila un sistema, en una secuencia temporal D + 2, que abarcaría las operaciones en moneda extranjera realizadas por los miembros en nombre propio o por cuenta de sus clientes; es decir, tanto operaciones mayoristas como minoristas.

En estas etapas iniciales, y sin ánimo de ser exhaustivos, habría que precisar una serie de extremos importantes.

- Habría que definir las entidades participantes. ¿Serán todas aquellas con funciones delegadas, o simplemente las que tengan estatuto bancario? ¿Sería más práctico establecer la adhesión al sistema de un número menor de entidades —según su importancia operativa— y que las demás actúen como representadas?

- Habría, lógicamente, tantos procesos de compensación y liquidación como divisas distintas cotizadas en Madrid. ¿Sería conveniente empezar con todas, o limitarse sólo a las dos divisas más importantes? Probablemente esta última alternativa sería la más sensata.

- El proceso, tal como está diseñado inicialmente, implicaría: el día D se procedería al intercambio individualizado bilateral entre las entidades; el día D + 1 la cámara haría el neto de las operaciones, que enviaría de vuelta a las entidades, y, una vez confirmadas por éstas los respectivos netos, los enviaría al Banco de España; el día D + 2 se procedería a la liquidación, y habría que analizar si de ella se encargaría un banco privado o el Banco de España. Hay que tener en cuenta que las entidades no tienen cuentas en divisas en el Banco de España, así es que éste podría actuar como agente de la liquidación, haciendo seguir los totales a liquidar a un banco corresponsal extranjero, en el cual podrían tener cuentas tanto el Banco de España como las entidades participantes en el sistema.

Habría, pues, que definir la modalidad a adoptar, así como perfilar los sistemas de seguridad a establecer si el Banco aparece como agente frente al banco extranjero de las liquidaciones diarias. La obligación de cada una de las entidades, las garan-

tías que deberían adoptar, el sistema de penalización de incidencias y de resolución de las mismas, etcétera, son aspectos que, como la experiencia del STMD enseña, hay que dejar muy claramente establecidos desde un principio.

No tiene sentido extenderse más sobre este tema, y lo importante era dejar constancia de la línea en que se está trabajando, cuya culminación supondrá una mejora importante en nuestro sistema de pagos.

4. El Sistema Telefónico del Mercado de Dinero (STMD)

Vayamos ahora con el STMD. Durante mucho tiempo, he creído que sería ocioso describir con detalle en qué consiste el STMD, cuál es su actuación, cuáles sus funciones y, sobre todo, cuáles no son.

No obstante, acontecimientos recientes —y sobre todo las reacciones en torno a ellos— reflejan una cierta confusión, no sé si interesada, que creo necesario aclarar. No intentaré describir el STMD en detalle, pero sí mencionar algunos rasgos relevantes.

El STMD no es solamente un sistema de compensación y liquidación de operaciones, sino que es, además, un sistema de organización de mercado que lo hace diferente de los sistemas suministrados por bancos centrales de otros países. Sus funciones serían las siguientes:

1) Definición de los mercados, tipos de operaciones que se canalizan a través del sistema y delimitación de las entidades miembros que pueden participar en cada uno de los mercados organizados en torno a él. Esta delimitación se realiza en función de requisitos de solvencia y capacidad gerencial suficientes a juicio del Banco de España, lo que, obviamente, no significa que la simple pertenencia al STMD implique una acreditación sin límite para sus entidades adheridas, ni tampoco que deban relajarse los criterios para la asignación de riesgos a la hora de contratar operaciones bajo la suposición, en todo caso errónea, de que éstos —los riesgos de crédito, no los de liquidación, que efectivamente disminuyen— pudieran disminuir o cambiar su naturaleza por el simple hecho de que sean formalizados a través del STMD.

2) Registro de la información detallada de las operaciones contratadas entre las entidades miembros y, por tanto, de los riesgos contraídos por ellas en los correspondientes mercados. Esta función otorga seguridad y agilidad al mercado

desde una doble perspectiva. Por un lado, desde el punto de vista de la contratación, el STMD se configura en fedatario de ésta desde el momento en que las dos partes contratantes comparecen a través de las comunicaciones que realizan a dicho servicio, de forma que la negociación realizada telefónicamente, bien en directo o con la intervención de un mediador, queda formalizada en la práctica, y sin ningún otro trámite adicional, una vez que el STMD ha comprobado que no existen discrepancias entre ambas comunicaciones. Las operaciones así formalizadas quedan pendientes de ejecución al cierre de operaciones de la misma fecha, o de otra posterior si así fueran contratadas, con la única posibilidad de revocación en el supuesto de insuficiencia de saldo en cuenta de efectivo, o, en su caso, en cuenta de valores.

Por otra parte, en la fecha de vencimiento pactada para la retrocesión o ejecución de los compromisos inicialmente contraídos (vencimiento de depósitos, *repos*, operaciones a plazo), el STMD se encarga de incorporar al proceso de compensación del día las órdenes de adeudo y de abono en las cuentas de efectivo y de valores implícitas en las comunicaciones efectuadas por las entidades en la fecha de contratación de la operación. Ello confiere seguridad y agilidad al Sistema, puesto que disminuye el riesgo de liquidación que se derivaría de posibles errores u omisiones, así como el coste administrativo, como sucedería si las órdenes relativas al vencimiento de las operaciones tuvieran que ser objeto de una nueva comunicación.

Por este hecho, todas las operaciones entradas en el Sistema son operaciones nuevas, y no ha lugar a pensar que cualquier operación de un día es una renovación de otra que vence ese día.

3) A su vez, el STMD ofrece servicios de información al mercado, devolviendo, al cierre de operaciones, y de forma agregada, la información contenida en sus registros sobre importes, precios y plazos contratados en cada uno de los mercados, confiriéndoles transparencia y completando la labor que en este sentido vienen desempeñando los sistemas de cotización suministrados por los mediadores y agencias de información especializadas.

Con independencia de esta información de carácter estadístico, el STMD podría facilitar, además, información sobre el estado de riesgos de sus entidades participantes. Sin embargo, hasta la fecha, este tipo de servicios no han sido demandados por el mercado, al menos de una forma explícita; pero, en todo caso, será objeto de estudio una vez implantada la operativa de los depósitos

interbancarios transferibles. Es necesario dotar al Sistema de mayor transparencia, y esto debe hacerse, de acuerdo con las instituciones participantes, de forma que la información suministrada sea lo suficientemente matizada como para no revelar estrategias o poner en igualdad de condiciones a entidades que representan por sí mismas diferentes clases de riesgo.

4) Finalmente, el STMD desempeña la función de ejecución, compensación y liquidación de las operaciones formalizadas a través de él; a cuyos efectos, las entidades participantes deben disponer de una cuenta de tesorería (como titulares o en régimen de domiciliación) y, en su caso, de una cuenta de valores en la Central de Anotaciones.

El proceso de compensación llevado a cabo diariamente por el STMD se desarrolla en un doble ámbito: en el de la cuenta de tesorería, para la compensación de efectivo, y en el de las cuentas de valores de la Central de Anotaciones, para la compensación de estos últimos. En consecuencia, se desarrollan dos procesos de compensación cuyo buen fin queda superpuesto o condicionado el uno al otro, puesto que ambos son revocables en caso de insuficiencia de saldo en las cuentas correspondientes, y además debe prevalecer necesariamente el principio de pago contra entrega en las operaciones de compraventa de deuda anotada.

La superposición de ambos procesos, unida a la concurrencia en la compensación de un elevado número de entidades de características y dimensiones muy diferentes, y a la confluencia de operaciones bilaterales y multilaterales dentro de un mismo proceso, pone de manifiesto la posibilidad de que pudieran materializarse riesgos de liquidación y, como consecuencia del encadenamiento de operaciones, riesgos de sistema que podrían alcanzar a todos los mercados financieros que se liquidan sobre la cuenta de tesorería.

5) En efecto, esta concentración y elevado volumen de operaciones implica que los procesos de cierre de operaciones son siempre complicados y generan riesgos. A pesar de la complejidad antes mencionada, el funcionamiento ha mejorado en los últimos meses. La hora de finalización de los procesos de liquidación es un indicador de este funcionamiento, y no sólo por la eficacia en la resolución de incidencias y la rapidez en la liquidación, sino fundamentalmente por la tranquilidad que da a las entidades. Este cierre, que hace dos años estaba en torno a las siete de la tarde, se ha situado en torno a las cuatro en los últimos meses. Indudablemente, las medidas adoptadas en este período

de tiempo —clarificación de las condiciones de funcionamiento, apertura de la sesión de tarde, introducción del desplazamiento de un día hábil en las transacciones con particulares para determinadas operaciones, penalización mayor establecida en el nuevo cuadro de tarifas, revisión de la aplicación informática que gestionaba los procesos de transmisión de órdenes (las órdenes casadas no vuelven a ser manipuladas), mayor nivel de disciplina, etc.— han contribuido a la mejora indicada. Por todo ello, se debe destacar que, a pesar de la reducción del coeficiente de caja, no se ha producido incremento alguno en el número de incidentes registrados al cierre de operaciones como consecuencia de posibles insuficiencias de saldo, observándose una significativa reducción de aquéllos (en torno al 40 por 100) desde que fue implantado el actual régimen, y ello a pesar del creciente volumen de operaciones que se canaliza a través del Sistema.

En efecto, la operativa a través del Sistema está creciendo ininterrumpidamente. Así, en el último mes de septiembre la media diaria era de 2.100 operaciones, con un importe efectivo medio por operación de 2.500 millones. Cifras que, en el mismo mes del año anterior, eran 1.900 y 1.500, respectivamente. Estos volúmenes se multiplican por tres los miércoles de vencimientos tipificados de los contratos de plazo, futuros y opciones.

Todo lo anterior ha configurado un sistema que durante los últimos quince años ha venido funcionando con eficacia, pero ni este sistema, que desde luego es perfectible, ni ningún otro de entre los modelos mencionados en la primera parte de este trabajo, son sustituto de la actividad de las entidades en la cuidadosa consideración de los riesgos que asumen. Por ello, las medidas anteriormente mencionadas y el claro esfuerzo de las entidades por evitar la aparición de problemas, agilizando su propia gestión y los recursos a ella destinados, no son suficientes ni implican una solución definitiva.

El próximo avance del Sistema se articulará en torno a la conexión de los ordenadores del Banco y de las entidades. Es éste un tema en el que se está trabajando, y que todavía requerirá algún tiempo. Mientras tanto, sí que está avanzando el proyecto de unir mediante pantallas el STMD con las entidades participantes. Esta monitorización del STMD, cuya fase experimental con un número limitado de entidades empieza estos días, ofrecerá a las participantes la introducción directa de las órdenes, así como facilidades de consulta acerca de la situación en que se encuentran las órdenes cursadas, y les permitirá tomar las medidas nece-

sarias para la resolución de incidencias a medida que se vayan produciendo, sin necesidad de tener que esperar a la hora de cierre de los mercados. Igualmente, será factible el control de las posiciones, que podrá permitir, si en el futuro se considerara necesario, condicionar la ejecución, e incluso la entrada, de órdenes al cumplimiento de los requisitos de garantía que se establezcan. No menos importante será también la posibilidad de difusión

de información en el curso de la propia sesión de mercado.

NOTA

(*) Debo agradecer las observaciones y sugerencias de Miguel Pellicer y Javier Aríztegui y, sobre todo, la colaboración de Susana Núñez.

LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES Y EL NUEVO MARCO LEGAL (*)

Jean M. KERTUDO

INTRODUCCION

La historia de los mercados internacionales de capitales está íntimamente ligada a la de las legislaciones nacionales. En principio, los euromercados surgieron de las notables distorsiones reglamentarias que existieron durante los años sesenta. Su evolución posterior fue la consecuencia, y también la causa directa, de una liberalización que a la vez fue progresiva, asimétrica e incompleta. Por último, la interacción permanente entre los dos fenómenos constituye la base del proceso de integración y globalización de los mercados iniciado en los últimos años. Ahora bien, en este sistema en gestación, las normas y prácticas operativas, y los instrumentos de control y gestión, deberán modificarse radicalmente. De la forma en que los principales actores respondan a este nuevo desafío dependerá el escenario financiero de la «aldea global» del mañana.

La primera parte de este trabajo aclara lo que podría denominarse «la lógica reglamentaria» de los últimos años. El objetivo consiste en demostrar que la derogación de las normas vigentes y la aprobación de nuevas y selectivas legislaciones nacionales no suponen contradicción alguna, sino que constituyen dos partes integrantes de la globalización. La segunda parte pone de manifiesto «la eurodisolución» o pérdida de identidad de los mercados como consecuencia de la evolución normativa. La tercera parte trata de conciliar la «lógica reglamentaria» y la «eurodisolución» con el fuerte crecimiento registrado en los mercados internacionales de capitales durante la década precedente. Esta parte pretende, básicamente, ilustrar el fenómeno de los «euronichos» producidos por la explotación de las distorsiones asociadas a la desregulación de los mercados nacionales. A modo de conclusión, la cuarta parte plantea, en este contexto, la cuestión de la autonomía de las políticas monetarias y de la fiscalidad; es decir, la cuestión fundamental de la soberanía nacional.

I. LOGICA REGLAMENTARIA

La evolución normativa de los últimos años, tanto en el terreno monetario como en el financiero, presenta dos aspectos complementarios e inseparables del proceso de globalización e integración de los mercados. Por una parte, las barreras geográficas (restricciones a los movimientos de capital), sectoriales (vínculos entre bancos, sociedades financieras, compañías de seguros y empresas no bancarias) y funcionales han sido abolidas o reducidas; las políticas monetarias han prescindido de cualquier tipo de coacción administrativa y cuantitativa en beneficio de las técnicas de mercado, y la fiscalidad sobre el capital y las operaciones financieras también ha disminuido. Sin duda alguna, la tendencia en estos terrenos ha sido, y sigue siendo, la desregulación mediante la eliminación de las distorsiones y de las trabas que se oponen al funcionamiento de los mecanismos del mercado.

Por otra parte, el campo de las competencias del control cautelar sobre los bancos comerciales se ha ampliado, y se han elaborado, o van a elaborarse, normas más severas. Esta última evolución se ha considerado como una cierta forma de re-reglamentación. Sin embargo, al examinarse, parece más una búsqueda de equidad y estabilidad a escala mundial, en un contexto de libre mercado, que una nueva modalidad de regulación crediticia disfrazada.

A) *La inminente supresión de las barreras geográficas, sectoriales y funcionales*

La eliminación de las restricciones al libre movimiento de capitales, a través del control de cambios, se ha recogido desde hace mucho tiempo en acuerdos internacionales (Código de la OCDE) y regionales (directivas comunitarias). Iniciada tímidamente en los años setenta, tras el abandono del sistema de Bretton Woods, no se generalizó realmente hasta la década siguiente. Hoy se ha conseguido en la totalidad de los países del Grupo de

los Diez, y deberá lograrse, como muy tarde, en 1995 en el marco de las directivas de la Comunidad Europea.

En el plano interno, por el contrario, las barreras sectoriales y funcionales forma parte de la tradición reglamentaria o legal de casi todos los países principales. Hasta fechas muy recientes, los vínculos entre banqueros, compañías financieras y de seguros, así como los tipos de operaciones que podía efectuar cada uno de dichos grupos, e incluso dentro de un mismo grupo, habían sido, muy frecuentemente, objeto de restricciones. En concreto, la especialización dentro de los sistemas bancarios se ha mantenido durante muchos años en numerosos países.

Con la importante excepción del Reino Unido, con el *Big Bang* de 1986, la desregulación interna se ha llevado a cabo más bajo la presión de las fuerzas del mercado, y en especial bajo los efectos de la desaparición de las barreras geográficas, que como consecuencia de una voluntad política global. Por consiguiente, se trata de una desregulación desigual y, muy frecuentemente, incompleta. Sin embargo, parece constatarse una tendencia común. El campo de actividad de los organismos especializados se ha ido extendiendo progresivamente, y la distinción legal entre los distintos tipos de establecimientos financieros ha ido desapareciendo de manera paulatina. Paralelamente, se ha generalizado la libertad de establecimiento, tanto para los establecimientos nacionales como para los bancos extranjeros (sobre la base de la reciprocidad, en este último caso).

En la práctica, la «desespecialización» del sistema bancario se ha impuesto ya, o se halla en estado muy avanzado, tanto en el Grupo de los Diez como en la Comunidad Europea. Esta «desespecialización» no se limita, por otra parte, a las operaciones bancarias propiamente dichas, sino que a menudo incluye también las operaciones con títulos valores y las pólizas de seguro. Sólo Estados Unidos y Japón mantienen importantes barreras sectoriales y funcionales en forma de restricciones a las posibilidades de fusión o adquisición entre establecimientos bancarios y firmas de corretaje de títulos valores, o bien en forma de aplicación de normas jurídicas o administrativas muy estrictas sobre las propias operaciones. Sin embargo, está pendiente de estudio una revisión de la legislación en ambos países.

B) *La política monetaria: de las trabas administrativas a las leyes del libre mercado (1)*

En el terreno monetario, los controles administrativos, aún vigentes en todos los países durante los

años sesenta, han resultado paulatinamente incompatibles con la apertura de los mercados y con la aparición de nuevas técnicas y tecnologías. Además, los problemas y las trabas consiguientes a su aplicación engendraban mecanismos de evasión o ajuste cada vez menos justificables.

La política monetaria de los grandes países industrializados ha ido, pues, abandonando la técnica de limitar el crédito y los tipos de interés, así como el control de cambios, en beneficio de las técnicas de mercado, tratando de influir indirectamente sobre la oferta y la demanda de liquidez del sistema bancario por medio de los tipos de interés. Tras la supresión de los límites al crédito en España (1990), Japón era (hasta octubre de 1991) el único país importante que aplicaba ciertas directrices informales para contener el aumento del crédito. Por lo demás, el agregado del total de créditos se utiliza, en el mejor de los casos, como un indicador monetario.

Tampoco el límite a los tipos de interés, generalizado hasta finales de los años sesenta, subsiste en la actualidad más que en un reducido número de países. Conviene precisar, además, que tales restricciones sólo suelen afectar a una determinada forma de activos líquidos: cuentas corrientes, en Francia, y depósitos de ahorro, en Bélgica. Sólo Japón mantiene restricciones importantes, pero en ese país se está produciendo una liberalización que deberá acelerarse en el curso de los próximos años.

Así, en la totalidad de los países que forman el Grupo de los Diez, la política monetaria consiste hoy en influir sobre las reservas bancarias actuando sobre la oferta y la demanda de dichas reservas. En el plano de la oferta, las técnicas de intervención varían según el entorno institucional y jurídico propio de cada país, pero en todos se percibe una tendencia común. Por una parte, se advierte a los bancos que no deben recurrir ni al redescuento ni a los anticipos sobre títulos valores. Por otra, los bancos centrales recurren cada vez más a las operaciones de mercado abierto para dotar de reservas a los bancos. En todo caso, la evolución de los tipos del mercado monetario desempeña un papel fundamental en tanto que variable clave de la transmisión de las orientaciones monetarias.

En cuanto a las técnicas para influir en la demanda de reservas bancarias, se limitan al mantenimiento de unas reservas mínimas obligatorias. Sin embargo, éstas se han suprimido en la mitad de los países o se han reducido a niveles sin importancia en la mayor parte de los otros miembros del Grupo de los Diez. Prácticamente no se utilizan en

la gestión de la política monetaria más que en Alemania, Francia y Suiza, lo que les plantea a estos países problemas de compatibilidad con el abandono de las restricciones sobre los movimientos de capitales, como veremos más adelante.

C) *La fiscalidad del capital o las presiones para nivelarla*

Donde menos ha progresado la armonización ha sido en el campo de la fiscalidad. Las diferencias entre las estructuras económicas, financieras y sociales, junto con las prioridades y objetivos políticos, siempre han supuesto un obstáculo para la búsqueda de la uniformidad, e incluso de la simple coordinación.

A estos obstáculos «naturales», hay que añadir el anonimato y la ausencia total o parcial de imposición concedidos por determinados centros financieros. De hecho, la existencia de paraísos fiscales es —con las reservas obligatorias— uno de los pilares en que se basa el desarrollo de los euromercados, tanto respecto al lugar en que se conciertan las operaciones como respecto a la orientación geográfica de los flujos de inversiones y deuda.

Con la liberalización de los movimientos de capitales y la introducción de innovaciones, la huida fuera de los sistemas nacionales ha ido generalizándose. Para reducir su importancia, las autoridades nacionales se han visto obligadas a disminuir progresivamente las diferencias más patentes en cuanto a fiscalidad del capital, tanto sobre las rentas (con las retenciones en la fuente sobre los intereses) como sobre las mismas operaciones (como los derechos de timbre). Por otra parte, los convenios de doble imposición se han multiplicado, y la

concertación internacional, ya muy avanzada en el campo de los bienes y las mercancías, se ha extendido a los sectores financieros.

Sin embargo, aún queda muy lejos la consecución de una armonización internacional en este campo. Incluso en el seno de la Comunidad Europea, los esfuerzos en tal sentido sólo se han traducido hasta el presente en la búsqueda de unas normas mínimas. No obstante, se ha reconocido que la supresión de barreras y la liberalización financiera, en ausencia de una armonización suficiente de los sistemas fiscales, puede llegar a crear importantes distorsiones. Por otra parte, y de cara a paraísos fiscales especialmente tolerantes en la materia, ¿no podría suceder que la búsqueda de una armonización se tradujera, en la práctica, en un ajuste a la baja, y así entrara en conflicto con las prioridades nacionales? Volveremos a ocuparnos de este problema.

D) *Reglas prudenciales: de las directrices nacionales a las normas internacionales*

Al contrario de lo que sucede en el campo de la fiscalidad, los modelos nacionales de control prudencial de la banca se han ajustado progresivamente a un marco internacional más coercitivo, favoreciendo la armonización y la consolidación. En esta búsqueda de un «campo competitivo equitativo» para el sistema bancario internacional, la utilización de los mecanismos de los euromercados, por ciertos grupos bancarios, para eludir las medidas prudenciales internas ha perdido, más o menos, su razón de ser.

A partir de 1975, el Comité de Basilea sobre control bancario, establecido en el seno del BIP, pre-

CUADRO NUM. 1
REGLAMENTACION Y FISCALIDAD DEL CAPITAL

	Restricciones		Restricciones monetarias			Fiscalidad	
	Externas Control de cambios	Internas Vinculos bancos-no bancos	Control del crédito	Techos sobre intereses	Reservas obligatorias (a)	Retención en la fuente (b)	Derechos de timbre
Alemania	—	parcial	—	—	SI	—	SI
Bélgica-Luxemburgo	—	parcial	—	SI	—	SI (c)	SI
Canadá	—	parcial	—	—	SI	SI	—
España	SI (d)	—	— (1990)	—	SI	SI	—
Estados Unidos	—	total	—	SI	—	—	—
Francia	— (1990)	parcial	—	SI	SI	SI (c)	SI
Holanda	—	parcial	—	—	—	—	SI
Italia	— (1990)	parcial (e)	—	—	SI	SI	SI
Japón	SI	parcial	SI (f)	SI	SI	SI	SI
Reino Unido	—	—	—	—	—	—	—
Suecia	— (1990)	—	—	—	SI	SI (c)	—
Suiza	—	—	—	—	—	SI	SI

Notas: (a) Ver también cuadro núm. 2. b) Ver también cuadro núm. 4. c) Sólo residentes. d) Abolición prevista para 1992. e) Prohibición total en caso de participación bancaria en empresas no financieras. f) Suprimido en el tercer trimestre de 1991.

Fuentes: BIP, FMI, OCDE, Price Waterhouse, y elaboración propia.

cisó los principios por los que debía regirse la supervisión del establecimiento en el extranjero de los bancos de los países participantes; es decir, de los países del Grupo de los Diez (2). Los ámbitos a los que se atiende son los de la solvencia y la liquidez. Este acuerdo, que ofrece la posibilidad del control del país de origen de los bancos, ha sido adoptado progresivamente por un buen número de países.

Estas recomendaciones se vieron reforzadas en 1983 para tener en cuenta las modificaciones que se habían producido en los mercados en el interin, e incorporar el principio (adoptado en 1978) de un control consolidado de los grupos bancarios internacionales. Tales recomendaciones se han convertido en principios para las directivas de la Comunidad Europea.

En julio de 1988, el principio de supervisión bancaria consolidada adoptado por el Comité se completó al introducirse normas mínimas (ponderadas) en materia de fondos propios, con el único objeto de limitar los riesgos de crédito de la banca. Estas normas se han recogido en la segunda de las tres directivas de la CE de 1989. Su introducción en el seno —pero también fuera de él— del Grupo de los Diez está prevista, como máximo, para finales de 1992, pero la mayoría de los grandes bancos internacionales han alcanzado ya este objetivo.

Luego de alcanzarse un acuerdo sobre las normas prudenciales sobre riesgo crediticio, se han iniciado esfuerzos para perfeccionar el acuerdo, con objeto de que incluya también los riesgos de mercado asociados a las fluctuaciones del precio de los títulos valores, los tipos de interés y los tipos de cambio. En ese momento, resultó claro que era necesario tener en cuenta a los actores no bancarios. La concertación internacional se ha desarrollado, a partir de entonces, en tres direcciones:

- En primer lugar, mediante la búsqueda de un marco común por parte de las principales autoridades de supervisión de los mercados bursátiles; tanto la Organización Internacional de Comisiones de Valores Mobiliarios (IOSCO) como la CE trabajan en esa dirección actualmente.

- En segundo lugar, mediante una mayor cooperación entre las autoridades de supervisión de la banca y las de supervisión de los mercados bursátiles. En este sentido, se puede destacar el acuerdo alcanzado durante la primavera de 1990 sobre la necesidad de suprimir progresivamente cualquier obstáculo al intercambio de información, así como la decisión adoptada en la reunión con-

junta de septiembre de 1990 sobre la elaboración de un conjunto de normas prudenciales aplicables a todos los actores en los mercados internacionales de títulos. Esta cooperación se ha extendido posteriormente a las pólizas de seguro.

- En tercer lugar, mediante la elaboración de una serie de recomendaciones (aún en estudio) destinadas a definir principios comunes de supervisión de los conglomerados financieros.

Así pues, la armonización prudencial iniciada en 1975 aparece como complementaria de la liberalización en materia de cambios y política monetaria. Confirma la primacía del enfoque de mercado de las políticas nacionales, compensa el abandono progresivo de las limitaciones macroeconómicas administrativas y cuantitativas, en favor de normas microeconómicas más severas, y, por último, mediante el principio de la armonización, concreta la búsqueda del famoso *level playing field*, o «campo operativo equitativo», planetario como objetivo normativo fundamental.

II. EURODISOLUCION

Dentro de esta lógica normativa, ¿qué sucede con la idea del euromercado? A los problemas tradicionales de clasificación, ya presentes desde la aparición del eurodólar bancario a fines de los años cincuenta, hay que añadir las dificultades de identificación de operaciones, que hoy se diferencian más por su escala que por su naturaleza. La creciente interpenetración de sectores y técnicas, la multiplicación de productos e indicadores y las nuevas tecnologías de los últimos años contribuyen a aumentar la confusión reinante.

A) El enfoque «residencia/divisa»

En su definición más amplia, los mercados internacionales incluyen el conjunto de operaciones no pertenecientes a los mercados nacionales. Incluyen, pues, todas las transacciones monetarias y financieras distintas de las que se efectúan entre residentes de un mismo país y que se denominan en su propia moneda.

En un sentido más internacional, una distinción —más o menos teórica— permite distinguir, de un lado, entre las transacciones tradicionales directas entre países, que se materializan en la moneda de una u otra de las partes y dan lugar a las operaciones clásicas de cambio o comercio internacional, y, de otro, los euromercados, estrictamente limita-

dos a las demás transacciones monetarias y financieras en divisas extranjeras (desde el punto de vista de su localización). Estos últimos son los que constituyen los mercados internacionales en sentido estricto, en tanto que distintas entidades se benefician de exenciones explícitas presentes en la normativa nacional del país anfitrión.

Una clasificación sectorial permite, por otra parte, distinguir entre actividades bancarias y operaciones sobre títulos valores (obligaciones a largo plazo y bonos de tesorería a medio y corto plazo); es decir, separar la intermediación bancaria clásica de la titulización. Pero la frontera entre ambos sectores resulta en muchos casos imprecisa y débil. En efecto, los mismos agentes se dedican simultáneamente a diferentes productos. Con la multiplicación de los instrumentos financieros derivados (fundamentalmente *swaps*, futuros y opciones), que, al contrario de lo que sucede con los anteriores, no aparecen por lo general en los balances, los productos básicos suelen pasar a ocupar un lugar complementario o intercambiable. La «comercialización» de los créditos bancarios, cada vez más extendida, acentúa aún más las similitudes.

Dentro de la información, conviene distinguir entre la que representa tendencias de mercado y la que traduce movimientos reales de fondos entre agentes. Los anuncios de créditos consorciados, emisiones de obligaciones y eurotítulos en la prensa especializada pertenecen al primer grupo. Se caracterizan porque no entrañan transferencia alguna de fondos, a no ser que los contratos lleguen a ejecutarse, y porque no sustituyen a ninguna posición a la sazón existente. En cambio, las variaciones en los créditos bancarios, las obligaciones y las emisiones de eurotítulos reflejan generalmente (es decir, luego de excluir los efectos de cambio y las variaciones del precio de mercado) movimientos reales de fondos.

Si bien la definición de acuerdo con el criterio residencia/divisa ofrece la ventaja de su sencillez, no deja por ello de plantear importantes problemas prácticos. Por ejemplo, la distinción teórica —en los activos y compromisos bancarios en moneda extranjera— entre posiciones en euromonedas y posiciones tradicionales tropieza con la ausencia de datos independientes referentes a ambas, toda vez que las estadísticas las recogen conjuntamente. Más sutil es el problema que plantea la existencia de zonas francas bancarias tanto en Estados Unidos (los IBF) como en Japón (el JOM). Estas zonas francas gozan de exenciones explícitas en los sistemas normativos nacionales (incluyendo las correspondientes a sus operaciones en moneda

nacional) y, por tanto, deben incluirse dentro de los euromercados.

En cuanto a las obligaciones, la distinción interna/externa se basa, en principio, en la situación de los inversionistas, gozando las emisiones destinadas a los no residentes de métodos de lanzamiento más sencillos y, por regla general, de un estatuto fiscal privilegiado. Sin embargo, dada la ausencia de transparencia con respecto a los inversionistas, la clasificación se basa en criterios más rudimentarios. Así, las obligaciones emitidas a través de un consorcio bancario plurinacional se incluyen en la definición internacional (con independencia de que las suscriban o no agentes nacionales), mientras que las ofrecidas por un consorcio esencialmente nacional se incluyen en las definiciones nacionales (3).

B) *Enfoque de los tipos de interés*

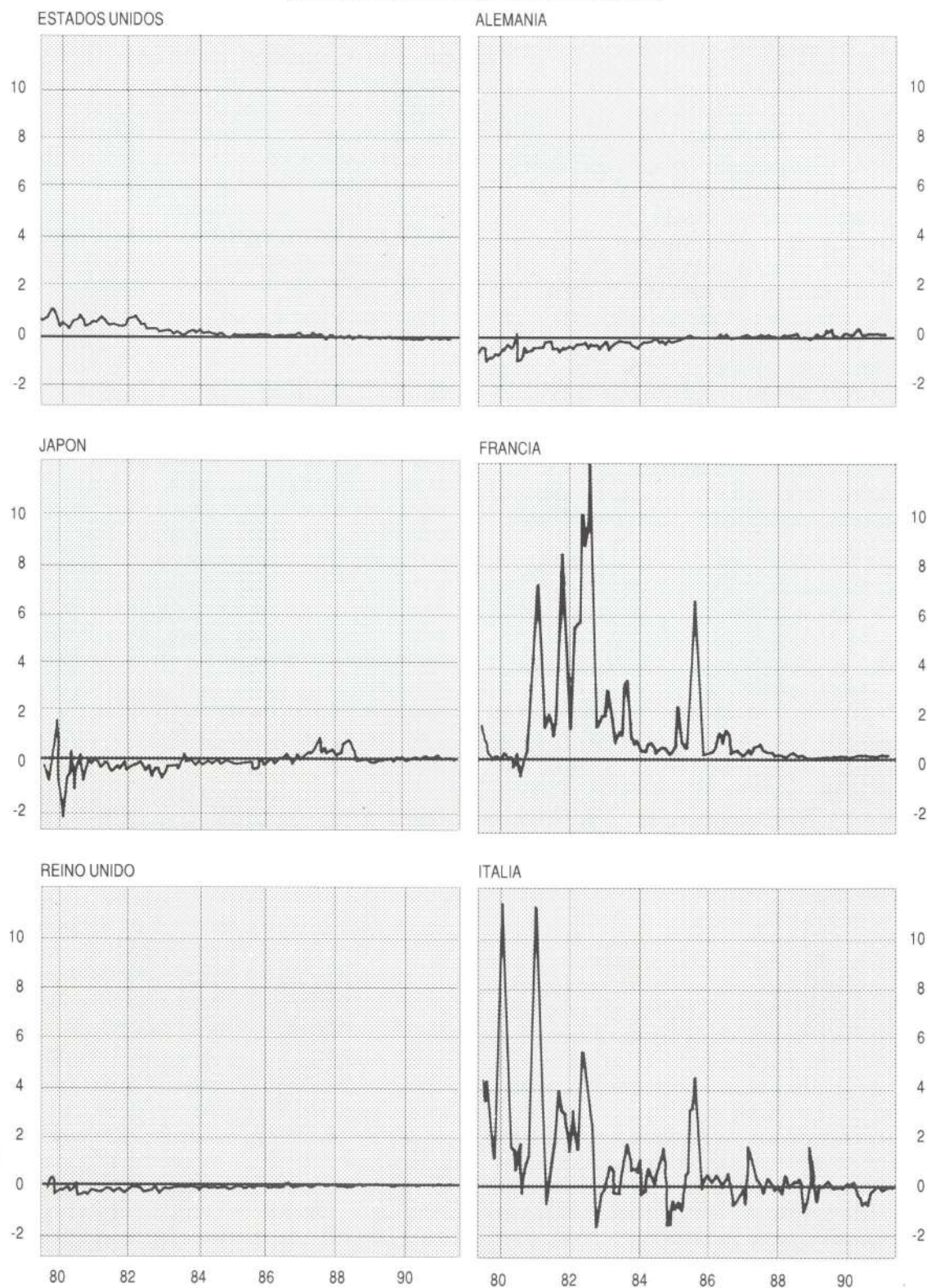
Como se ve, las consideraciones reglamentarias desempeñan un papel primordial en las clasificaciones. De hecho, fue a través de estas consideraciones como se creó, en los años sesenta, una estructura autónoma de tipos de intereses en los euromercados. Las exenciones de todo tipo reconocidas a los no residentes y/o a las operaciones en divisas en las reglamentaciones nacionales permitieron que se desarrollara, para la mayoría de las divisas más sólidas, un mercado extraterritorial de operaciones bancarias y títulos cuyos tipos de interés reflejaron siempre las condiciones de oferta y demanda con mayor fidelidad que sus homólogos internos.

Hasta principios de los años ochenta, los diferenciales de tipos de interés existentes para una misma divisa entre los mercados nacionales regulados y los euromercados siguieron siendo significativos. Incluso se acentuaban en períodos de tensiones monetarias o de modificación de las políticas vigentes, adaptándose más rápidamente los eurotipos a las nuevas condiciones del mercado. El desarrollo del eurodólar, en los años sesenta y setenta, es el arquetipo de esta situación (4).

Sin embargo, con el transcurso de los años, las diferencias de tipos de interés han disminuido considerablemente. En el caso del dólar, por ejemplo, la diferencia entre el tipo de interés en los eurodepósitos a tres meses y los rendimientos de los activos líquidos internos correspondientes (los certificados de depósito a plazo similar) no rebasa un 0,03 por 100. Una tendencia parecida, aunque generalmente más reciente y a veces sujeta a fluctuaciones a corto plazo, se observa en las demás divisas fuertes.

Gráfico 1

**DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERES NOMINALES ENTRE
EUROMERCADOS Y MERCADOS NACIONALES
(Medias mensuales en puntos porcentuales)**



Nota: Tipos a tres meses. Mercados nacionales: para Estados Unidos, certificados de depósito; para Japón, efectos comerciales; para los demás países, instrumentos interbancarios.

Esta convergencia es consecuencia de los ajustes que se han producido entre los mercados internos y externos. Ya omnipresentes entre las principales divisas representadas en los euromercados desde finales de los años sesenta, estos crecientes ajustes de la divisa correspondiente entre euromercados y mercados nacionales han estado directamente relacionados con la «lógica reglamentaria» antes descrita (5).

Frente a esta «eurodisolución» de los tipos de interés, cabe preguntarse por las razones del crecimiento acelerado de los mercados internacionales de capitales durante los últimos años. El crecimiento de los riesgos consolidados (es decir, netos y excluyendo la posible duplicación de asientos) de los créditos bancarios y los títulos a corto, medio y largo plazo en estos mercados, que se situó en una media del 14 por 100 durante el período 1986-1990, superó en 1989 el 15 por 100, y se hizo un poco más lento en 1990, año en que, no obstante, se situó en torno al 14 por 100.

La financiación tradicional del comercio internacional (que aumentó en un 8 y un 13 por 100, respectivamente, en estos dos últimos años) y los desequilibrios en los pagos corrientes no pueden explicar por sí solos este fuerte crecimiento. Junto al hecho de que los flujos netos han evolucionado con frecuencia en un sentido opuesto a los excedentes o déficit individuales, se ha comprobado que los flujos brutos no mantienen una equivalencia con respecto a los desequilibrios mundiales —evaluados en 280.000 millones de dólares en 1990 (6).

Igualmente, los ajustes no pueden haber provocado la tendencia observada. El acercamiento de las condiciones vigentes en los diferentes mercados se produce sin que se operen necesariamente transferencias masivas de fondos. De hecho, un ajuste de precios ante cualquier acontecimiento imprevisto (como el aumento del tipo de descuento en Estados Unidos) puede llegar a producirse sin que intervenga movimiento alguno de capitales (7).

La principal explicación de la evolución de los mercados internacionales se encuentra en la propia liberalización de los mercados nacionales. Por su carácter progresivo, asimétrico e incompleto, esta última ha creado una serie de «euronichos» que han sido aprovechados de inmediato por los operadores. Las innovaciones, las nuevas técnicas de información, transmisiones y pagos, y la institucionalización de la gestión de créditos y obligaciones han acentuado sus efectos, actuando como cajas de resonancia.

III. EURONICHOS

Aunque no sea posible determinar su importancia, tres ejemplos permiten ilustrar los estrechos lazos que unen la evolución del marco normativo con el crecimiento de los mercados internacionales de capitales. En primer lugar, la situación de Japón a partir de 1984, con especial mención de la creación de su zona franca bancaria en 1986 (el JOM); en segundo lugar, la reciente experiencia francesa, con la cuestión de los coeficientes de reservas después de suprimirse el control de cambios en enero de 1990, y, por último, el caso alemán, al restablecerse momentáneamente las retenciones en la fuente en julio de 1988.

A) *La desaparición de barreras internas/externas o la desregulación en el caso japonés: el efecto JOM (8)*

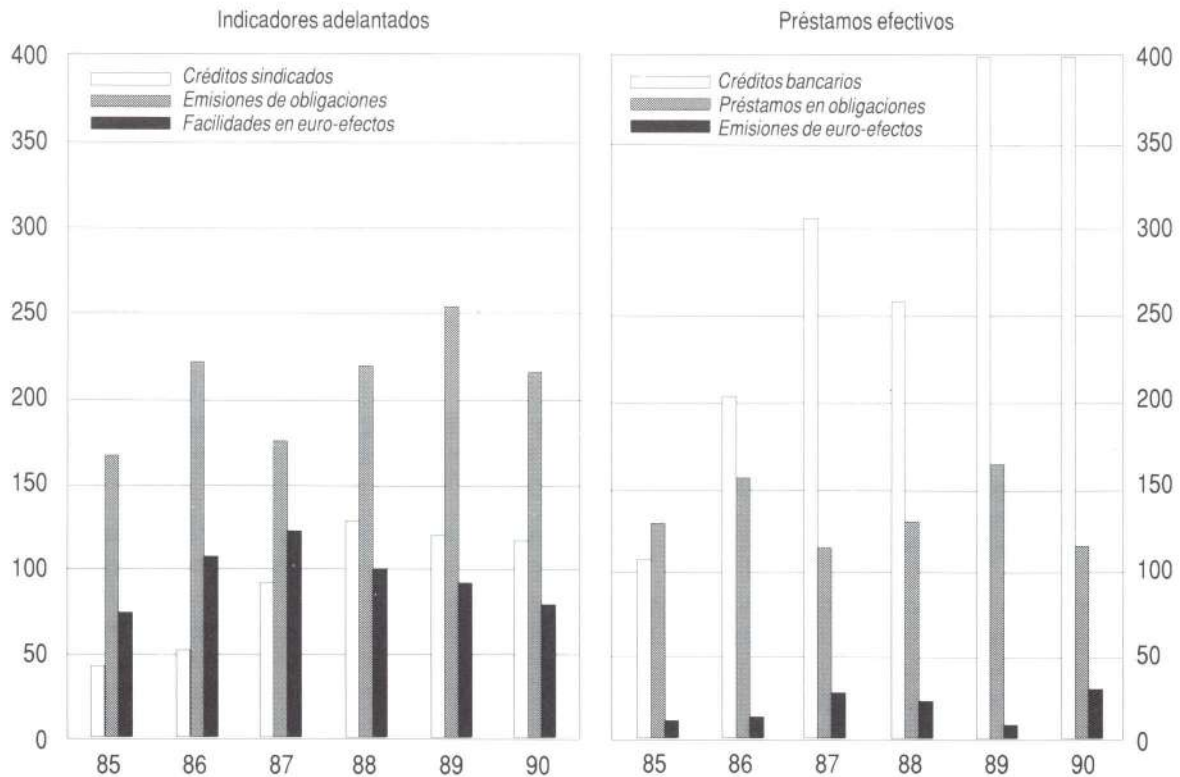
La desaparición de la normativa que afectaba al sistema financiero japonés sólo se inició realmente a partir de 1984, fecha del acuerdo entre Japón y Estados Unidos para promover el uso del yen y obtener así su apreciación en el mercado cambiario. Dentro del conjunto de las medidas entonces adoptadas, hay dos que se consideran decisivas para la apertura del mercado japonés: por una parte, la eliminación del límite de conversión yen/divisas, y por otra, la abolición de los topes de interés a los grandes depósitos. El hecho es que su impacto ha servido, sobre todo, para estimular los movimientos de capital del archipiélago, tanto en origen como en destino, con objeto de eludir la normativa aún vigente.

Con la apertura (en diciembre de 1986) de una zona franca bancaria en el propio territorio nacional (el *Japan Offshore Market*, o JOM), exenta de las principales limitaciones nacionales, aunque aislada del resto del sistema bancario por importantes barreras, se multiplicó el número de huidas con respecto al sistema regulado, lo que, con la aquiescencia de las propias autoridades niponas, neutralizó los efectos de la normativa aplicada por el Banco de Japón al mercado interbancario interno y a los préstamos directos a la clientela, y obligó a acelerar la desregulación.

Así pues, durante el período 1985-1988, los activos y compromisos en yenes de los bancos de Japón con respecto a los bancos situados en el extranjero (básicamente, sus sucursales y filiales) crecieron a un ritmo anual igual o superior al 60 por 100, frente a menos del 20 por 100 de crecimiento registrado en el mercado interbancario nacional. A fines de este período, el volumen inter-

Gráfico 2

LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES (En miles de millones de dólares)



Fuente: OCDE, montos anunciados públicamente.

Fuente: BIP, préstamos efectivos netos de reembolso.

bancario en euroyen superaba el mercado monetario nacional. Para eludir los topes fijados por el Banco de Japón sobre los tipos internos, los bancos japoneses transfirieron al extranjero, por medio del JOM, gran parte de sus operaciones en el mercado monetario.

Para hacer frente a esta situación, el Banco de Japón modificó, en noviembre de 1988, sus operaciones en el mercado interbancario interno, favoreciendo una mayor flexibilidad de los tipos administrados. El mercado nacional recuperó rápidamente su predominio y disminuyeron las diferencias entre los tipos.

Asimismo, en cuanto a créditos a clientes, los datos estadísticos del BPI ponen de manifiesto que, durante los cuatro años siguientes a la apertura de los JOM, más del 10 por 100 de los créditos bancarios a las empresas japonesas fueron otorgados por medio de un establecimiento situado en el extranjero. Estos créditos, que no se ven afectados por los instrumentos de control monetario de Japón, han contribuido a debilitar considerable-

mente el impacto de las directrices internas de expansión del crédito. Tales directrices constituyeron en épocas pasadas uno de los ingredientes básicos de la política monetaria japonesa, pero hoy sólo representan, debido en gran parte a las posibilidades de evadirlas que ya hemos expuesto, un indicador de la orientación de la política oficial en materia de expansión del crédito.

Incidentalmente, esta «internacionalización» del sistema financiero japonés es una de las causas principales del fuerte crecimiento registrado en los mercados controlados por el BPI durante los últimos años. Durante el período que va de 1985 a 1990 se puede atribuir a los establecimientos bancarios del archipiélago una directa responsabilidad en más del 40 por 100 del aumento de los créditos bancarios internacionales. En cuanto al sector no bancario japonés, ha colocado entre sus clientes casi el 30 por 100 del total de los eurocréditos. En el mercado de obligaciones internacionales, a las firmas japonesas les corresponde casi un 23 por 100 de las emisiones anunciadas y más de la tercera parte de los préstamos efectivos (excluyendo

devoluciones de éstos). La mayoría de esos títulos son, además, absorbidos por inversionistas nacionales.

B) Las reservas obligatorias como instrumento de política monetaria: el ejemplo de Francia.

Desde que las autoridades francesas dejaron sin efecto, en enero de 1990, las últimas medidas sobre control de cambios, los residentes franceses han realizado transferencias masivas de fondos líquidos desde el mercado interno al del eurofranco. Durante los nueve primeros meses del año, esta deslocalización ascendió a 138.000 millones de francos, mientras que, al mismo tiempo, el agregado monetario interno M3 se contraía en 78.000 millones.

Los bancos franceses, sujetos a la obligación de mantener reservas obligatorias en forma de activos líquidos no remunerados sobre los depósitos internos, han incitado a sus clientes institucionales (empresas y Sicav) a efectuar parte de sus depósitos en sus agencias situadas en el extranjero. Acto seguido, éstas prestaban a la casa matriz los fondos así sustraídos a la obligación de mantener parte de ellos como reservas.

Como respuesta a esta «deslocalización», el Banco de Francia redujo, en octubre, de un 3 a un 0,5 por 100 el coeficiente de reserva aplicable a los depósitos a plazo fijo. Tras esta decisión, se registraron entradas netas de capitales en el sector privado por un total de 25.000 millones de francos (cifras del cuarto trimestre de 1990). Sin embargo, estas repatriaciones sólo han afectado a una pequeña parte de los fondos anteriormente exporta-

dos, y además han sido seguidas con rapidez por una vuelta masiva a la deslocalización.

El problema de la deslocalización no es algo que sólo afecte a Francia. De hecho, en ausencia de un sistema de control de cambios, la existencia de importantes reservas obligatorias no remuneradas sobre los depósitos, tanto en Estados Unidos como en Alemania, ha contribuido en gran medida al aumento de los depósitos de residentes norteamericanos en eurodólares durante los años setenta, y de los residentes alemanes en euromarcos durante los ochenta. Por otra parte, un reforzamiento de las exigencias en materia de reservas obligatorias no remuneradas provocó, en épocas anteriores, similares transferencias masivas a instituciones y/o instrumentos no sujetos a reservas.

Las diversas tentativas realizadas anteriormente para alcanzar un ajuste concertado, o incluso una simple aproximación, han fracasado hasta el momento. Las reservas obligatorias no constituyen hoy, en la mayoría de los países, un instrumento básico de política monetaria, aunque puede contarse aún con ellas a tal efecto. Dentro del Grupo de los Diez, se han suprimido en Bélgica (aunque se haya introducido recientemente el derecho a recurrir a ellas si fuere preciso), en el Reino Unido y en Suiza, así como, en fecha muy reciente (tras haber sido mantenidas largo tiempo al 3 por 100) sobre los depósitos a plazo en Estados Unidos. En Japón se han mantenido en niveles mínimos (y ya no se usan con fines coyunturales), y en Canadá están a punto de desaparecer. En Italia y en Holanda, donde se restablecieron en 1988 después de diez años de abandono, se remuneran parcialmente a tipos cercanos al mercado, lo que reduce su coste.

**CUADRO NUM. 2
COEFICIENTES DE RESERVAS SOBRE LOS DEPOSITOS A PLAZO FIJO EN LOS PAISES
DEL GRUPO DE LOS DIEZ Y EN ESPAÑA**

	Depósitos (en porcentaje)		Pago de intereses (*)	Ultimo cambio
	Residentes	No residentes		
Alemania	—	4,15-4,95	—	1987
Bélgica-Luxemburgo	—	—	—	1975
Canadá	—	2-3	—	1984
España	—	5	—	1990
Estados Unidos	—	—	—	1990 (a)
Francia	0,5-2	—	—	1990
Holanda	—	(b)	SI	1988
Italia	—	22,5	SI	1982
Japón	—	0,125-2,5	—	1982 (c)
Reino Unido	—	—	—	1980
Suecia	—	3	—	1986
Suiza	—	—	—	1978

Notas:

(*) A tipos inferiores a los de mercado.

(a) Penúltimo cambio intervenido en 1982.

(b) Monto global negociado con los bancos.

(c) Tras una modificación puramente técnica en 1986, la horquilla se ha reducido a 0,005-1,3 por 100 en octubre de 1991.

En la práctica, Alemania, Francia y Suecia son los únicos países del Grupo de los Diez que utilizan activamente los coeficientes de reserva como instrumento de su política monetaria. La vasta experiencia alemana en la materia demuestra que las diferencias de tipos inducidas por las reservas obligatorias crean posibilidades de ajuste entre el euromercado y el mercado interno correspondiente (9). Demuestra también que, además de la mayor sensibilidad de los eurotipos a cualquier variación que se produzca en las condiciones monetarias, el movimiento se basa en la experiencia adquirida y en las nuevas estructuras constituidas por los residentes (bancarios y no bancarios) en el euromercado (10).

Por otra parte, el fuerte aumento en los depósitos externos que se ha registrado durante los últimos años en la gran mayoría de los países industrializados lleva a pensar que las reservas obligatorias sólo constituyen un factor más de incitación, que se une a otros muchos. La institucionalización de la gestión de cartera y la sofisticación cada vez mayor de prestatarios e inversionistas facilitan, cierto es, la explotación máxima de una estructura de eurotipos enormemente competitiva. También la situación geográfica, la divisa de denominación, e incluso el desafío a un grupo o subgrupo bancario, pueden favorecer dicho desarrollo.

Pero, en ausencia de control de cambios y de diferencias sensibles en materia prudencial, las consideraciones fiscales se convertirán en causa principal de la colocación de fondos en el extranjero. Esta observación se refiere en especial a los títulos que, con excepción de ciertos efectos bancarios, escapan a la normativa monetaria, y en especial a las reservas obligatorias. Ello queda demostrado con la experiencia alemana relativa al

restablecimiento momentáneo de las retenciones en origen, que tuvo lugar en julio de 1988.

C) La fiscalidad: el problema de las retenciones en la fuente

En octubre de 1987, las autoridades alemanas anunciaron que a partir del 1 de enero de 1989 se procedería a la retención en la fuente, en el mercado doméstico, de un 10 por 100 sobre todas las rentas de inversiones. Este anuncio iba a provocar transferencias masivas de fondos a largo plazo desde el mercado interno hacia los euromercados, con un total estimado, para 1988, de 60.000 millones de marcos. Los rendimientos sobre las emisiones extranjeras en marcos no sometidas al impuesto bajaron, con relación a los títulos nacionales, en un importe igual al valor total del impuesto, lo que permitió a los no residentes financiarse a un coste inferior al del gobierno alemán. En abril de 1989, se decidió abolir dicha disposición a partir del 1 de julio siguiente.

Si se considera el bajo nivel de tipos que se propuso, en relación con el tramo máximo del impuesto sobre la renta vigente en Alemania (56 por 100 por aquel entonces), la amplitud del movimiento atestigua la sensibilidad de los inversores ante el principio mismo de la retención en la fuente sobre las rentas de intereses de depósitos y obligaciones suscritos (así como sobre dividendos). Esta sensibilidad resulta aún mayor si se tiene en cuenta que la exoneración se acompaña en ciertos centros financieros de una garantía de anonimato para los no residentes que los protege de su fiscalidad nacional, incluyendo los depósitos en su propia moneda.

Los inversores sienten, pues, la tentación de colocar sus fondos en instituciones situadas en paí-

CUADRO NUM. 3
DEPOSITOS EXTERNOS (A) Y AGREGADOS NACIONALES (B=DINERO + OTROS ACTIVOS LIQUIDOS)
(En miles de millones de dólares)

	Variaciones					
	1989		1990		Totales a finales de 1990	
	A	B	A	B	A	B
Alemania	23,0	38,8	28,8	49,2	123,3	889,6
Bélgica-Luxemburgo	5,4	17,5	7,5	6,6	41,7	194,0
Canadá	0,1	28,3	6,1	20,3	19,9	270,5
España	1,0	25,0	1,3	43,7	13,7	357,7
Estados Unidos	18,7	159,7	19,4	63,6	282,1	4.035,4
Francia	5,4	68,0	12,3	73,4	44,8	970,7
Holanda	10,4	14,8	1,5	10,7	52,8	144,9
Italia	1,6	96,3	7,3	100,0	30,7	1.032,3
Japón	13,5	350,5	-2,0	260,0	23,1	3.757,2
Reino Unido	7,0	109,7	14,2	98,6	68,0	919,2
Suecia	1,1	8,8	-0,1	10,0	4,4	116,9
Suiza	11,1	13,8	9,5	8,6	66,8	288,3

CUADRO NUM. 4
RETENCIONES EN LA FUENTE SOBRE
LOS DEPOSITOS BANCARIOS A PLAZO FIJO
EN LOS PAISES DEL GRUPO DE LOS DIEZ
Y EN ESPAÑA

	<i>Tipos (en porcentaje)</i>		<i>Secreto bancario</i>
	<i>Residentes</i>	<i>No-residentes</i>	
Alemania	(*)	—	Sí
Bélgica-Luxemburgo...	25 (a)	25 (a)	Sí
Canadá	(*)	—	—
España	25 (*)	25 (b)	—
Estados Unidos	(*)	—	—
Francia	35 (*)	—	—
Holanda	(*)	—	—
Italia	25 (*)	—	—
Japón	20 (*)	20	—
Reino Unido	(*)	—	Sí
Suecia	(*)	—	—
Suiza	35 (*)	35 (b y c)	Sí

Notas:

(*) Retención liberatoria (cuando existe) con respecto al impuesto sobre la renta.

(a) Para Bélgica solamente.

(b) Posible exoneración en función de los tratados de doble imposición.

(c) Con excepción de los depósitos fiduciarios.

ses que los exoneran de retenciones en origen, que no imponen obligación alguna de declarar los intereses obtenidos (el secreto bancario puede esgrimirse en contra del Fisco) y que, además, someten a baja tributación a las instituciones financieras (o a las propias operaciones financieras). De hecho, éstos son los elementos que, junto con el factor proximidad, determinan la localización específica de los euromercados.

En un entorno libre de trabas, estas posibilidades de evasión fiscal no pueden sino ampliar y modificar radicalmente los circuitos de ahorro y endeudamiento. Teniendo en cuenta la experiencia fallida de Alemania y la ausencia de convenios internacionales sobre una tributación mínima, las políticas al respecto hasta el momento presente se han centrado más en suavizar las sangrías sobre las rentas del capital —bien por medio de una reducción o de la total desaparición de las retenciones, bien por medio de exoneraciones especiales— que en armonizar los sistemas nacionales.

IV. MARCO GLOBAL Y SOBERANIA NACIONAL

Aparte de ilustrar los estrechos vínculos existentes entre la evolución del marco reglamentario y el crecimiento de los euromercados, los tres ejemplos precedentes atestiguan los problemas a los que las autoridades deben enfrentarse con mayor frecuencia. Por una parte, la explotación masiva, por parte de los euromercados, de las distorsiones

residuales acentúa indirectamente las presiones en favor de la desregulación con la mayor rapidez y exhaustividad posible (ejemplo de Japón). Por otra parte, al ampliarse y generalizarse el movimiento, reduce el margen de maniobra de las autoridades nacionales en materia de política monetaria (ejemplo de Francia) y tributación (ejemplo de Alemania).

En muchos aspectos, esta «destrucción creadora» de todo aquello que se opone al buen funcionamiento de los mercados debe considerarse saludable, ya que elimina las distorsiones y perversiones del sistema en la canalización del ahorro hacia la inversión. Permite, además, gracias al libre juego de la competencia, que los agentes económicos se beneficien de las mejores condiciones del momento. Además, conduce su propia dinámica hacia un campo competitivo más equitativo, en el que los euromercados actúan como gendarmes. Por último, acentúa el peso del factor credibilidad con respecto al éxito de las políticas monetarias, así como la necesidad de recurrir a la cooperación internacional.

Pero, al mismo tiempo, reduce considerablemente la autonomía de las políticas nacionales. La supresión de las barreras externas e internas y la armonización de las normas prudenciales son objeto de un consenso mayoritario, pero no ocurre lo mismo en lo que respecta a la uniformización de las políticas monetarias y de la fiscalidad, pues ello afecta al problema fundamental de la soberanía nacional. Ya presente en la perspectiva del mercado único, el debate ¿no corre el riesgo de desbordar rápidamente el simple marco de la Comunidad Europea?

NOTAS

(*) Texto revisado de la ponencia presentada en las X Sesiones de Trabajo de Tesorería (celebradas en Pamplona los días 14 y 15 de noviembre de 1991) con el título «Les marchés internationaux des capitaux et le nouveau cadre réglementaire». Traducción de DIORKI, revisada por la Redacción de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(1) Para un seguimiento de la evolución de la política monetaria de los grandes países durante los últimos años, véase el capítulo correspondiente de los últimos informes anuales del BIP; véase, también, J. T. KNEESHAW y P. VAN DEN BERGH, «Changes in central bank money market operating procedures in the 1980s», *BIS Economic Paper*, núm. 23, enero de 1989.

(2) Conviene precisar que el Comité de Basilea sólo emite normas y recomendaciones. Carece de autoridad supranacional, y sus conclusiones no entrañan obligación legal alguna. Su aplicación depende de las autoridades nacionales, de forma voluntaria y dentro del marco de las disposiciones prácticas propias de cada país.

(3) Los problemas de clasificación de las emisiones se examinan en la publicación trimestral del BIP de mayo de 1991,

con ocasión de un estudio especial de los mercados de obligaciones nacionales e internacionales.

(4) Este tema se trata en los informes anuales del BIP correspondientes a dicho período.

(5) Para un análisis detallado de estos fenómenos, véase D. FOLKERTS-LANDAU y D. J. MATHIESON, «Innovation, institutional changes and regulatory responses in international financial markets», en *Restructuring banking and financial services in America*, Washington, American Enterprises Institute, 1988; véase también J. A. FRENKEL, «Quantifying international capital mobility in the 1980s», en *National saving and economic performance*, Chicago, University of Chicago Press, 1991.

(6) Un estudio comparativo de cifras aparece en el documento del FMI: «International capital markets: development and prospects», mayo de 1991.

(7) Véase «Determinants and systemic consequences of international capital flows», *IMF Occasional Paper*, núm. 77, marzo de 1991.

(8) Para un análisis más detallado, véase K. OSUGI, «Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective», *BIS Economic Paper*, núm. 26, enero de 1990; y M. NAKAO y A. HORII, «The process of decision-making and implementation of monetary policy in Japan», en *BIS C.B.*, 390, abril de 1991.

(9) Véase el informe mensual del Deutsche Bundesbank de enero de 1988.

(10) Recientemente, se han realizado varios estudios sobre el tema; véase, en especial, el informe mensual del Bundesbank de marzo de 1988, así como la publicación del Banco de Francia *Dossiers économiques et monétaires sur l'étranger*, número 1, 1989.

MERCADO BURSÁTIL EUROPEO: ENTRE LA COMPETENCIA Y LA COLABORACION

Raimundo ORTEGA

I. INTRODUCCION

El Acta Unica Europea, que entrará en vigor en 1993 para los principales países miembros, constituye un potente motor ideológico que atrae la imaginación de la inmensa mayoría de los europeos, dentro y fuera de la Comunidad. Gran parte de ese atractivo deriva de los enormes beneficios anejos a la creación de un mercado interno de dimensiones muy superiores a cualquiera de los doce actualmente existentes.

Al calor de esa ilusión, aparecieron diversos informes dirigidos a cifrar esos beneficios y a subrayar las ventajas de la abolición de barreras legales y reglamentarias, de la desaparición de fronteras y, sobre todo, de la más eficiente asignación de recursos. Uno de esos informes, por ejemplo, estimaba en 22.000 millones de ecus de 1988 los beneficios directamente atribuibles a la implantación del Acta Unica en el sector financiero.

En el plano teórico, el Acta Unica supone la culminación del espíritu que dio vida al Tratado de Roma, en cuanto consagra la plena liberalización de movimientos de capitales y, en consecuencia, la libre utilización, por los residentes en los doce países de la Comunidad, de cualesquiera activos, técnicas y procedimientos financieros existentes en los mercados de uno o de varios de ellos. Eso obliga, a su vez, a que las diferentes entidades financieras tengan libertad completa para ofrecer sus servicios dentro y fuera de sus fronteras, haciendo obsoletas las regulaciones referentes al derecho de establecimiento, así como las actuales prohibiciones o limitaciones para adquirir entidades de naciones miembros o para actuar con plena libertad en cualquier tipo de mercado.

Esa visión liberal exigía el establecimiento de unos principios previos, de carácter cautelar, que pueden resumirse como sigue:

a) El reconocimiento mutuo de las leyes, dispo-

siciones administrativas y prácticas de mercado existentes en los países miembros.

b) La armonización de las normas de supervisión, a fin de asegurar la protección de inversores y consumidores.

c) El respeto al principio según el cual las actividades de cualquier entidad o intermediario financiero están regidas por las normas del país de origen.

Ese es el marco legal que permitirá, entre otras cosas, el establecimiento de un mercado bursátil europeo. Y éste es el objeto del presente artículo: discutir si lo que, en principio, resultará factible en el plano legal tiene posibilidades de materializarse en el mundo real.

Para ello, me propongo examinar tres grupos de cuestiones antes de llegar a un apartado final de conclusiones. Esas cuestiones son las siguientes: ante todo, cuáles son los antecedentes que, en los dos últimos años, permiten confiar, o no, en la realidad de una Bolsa europea. A continuación examinaré cuál es la situación actual en los principales mercados europeos. Expondré después los rasgos básicos aportados por la Ley del Mercado de Valores en la reforma de nuestras bolsas, y concluiré con unas reflexiones sobre sus posibilidades de afrontar con éxito la competencia de los mercados europeos.

II. LA BOLSA EUROPEA: SUS PRIMEROS PASOS

La idea de hacer de Europa uno de los tres grandes mercados bursátiles mundiales tiene, indudablemente, grandes atractivos. Recuérdese que en estos momentos Londres, su Bolsa más importante, sigue siendo un mercado relativamente pequeño en relación con Nueva York o Tokio. Sin embargo, una bolsa que integrase los mercados de los

doce países miembros sumaría una capitalización bursátil que, a finales del pasado mes de septiembre, suponía el 60 por 100 de las bolsas norteamericanas y algo más del 75 por 100 de las japonesas.

Parece claro, en principio, que ese mercado europeo integrado atraería a los inversores internacionales y a las grandes compañías multinacionales deseosas de emitir fuera de las fronteras de su país de origen. En una palabra, podríamos afirmar que la libertad de movimientos de capitales —que, como hemos visto, es uno de los pilares tanto del Tratado de Roma como del Acta Única— demanda un mercado de capitales integrado.

Esos entusiasmos iniciales se plasmaron en proyectos para crear una lista de valores que se cotizarían en ese mercado europeo, y en un sistema unificado de difusión de información y de ejecución y confirmación de órdenes. Sin embargo, desde un principio, se pusieron de manifiesto profundas divergencias respecto a la orientación y propósitos de los promotores de ambos proyectos, divergencias que obedecían, sobre todo, al temor de unos y de otros a perder cuota de negocio frente a los mercados rivales.

Los propósitos unificadores contaban, no obstante, con un importante precedente en el sector bancario. Aquí, en efecto, la llamada Segunda Directiva había trazado con un pulso unificador las reglas del juego que las entidades bancarias se verán obligadas a respetar a partir de 1993. Y esas reglas, sin borrar definitivamente las fronteras nacionales, las difuminan de tal forma, que no sólo permiten hablar de un mercado bancario europeo, sino que, igualmente, ofrecen el caldo de cultivo preciso para el nacimiento de bancos europeos, si alguna entidad tiene vocación, recursos y estrategia para ello.

Esa directiva constituyó el modelo o falsilla inicial, sobre el cual se redactaron los primeros proyectos de una directiva de servicios financieros. Ese texto debería establecer, en principio, la posibilidad de que una sociedad o agencia de valores autorizada en un país miembro pudiese operar libremente en cualquiera de los mercados de los otros once países sin necesidad de solicitar autorización en el país de acogida, y sin verse obligada a constituir una filial o una sucursal. La realidad es que, después de casi dos años, los sucesivos proyectos de directiva no han logrado el acuerdo deseado, y es más que probable que para 1993 no pueda contarse con un mercado común de servicios financieros. ¿A qué son debidas tan profundas divergencias?

Primero, una parte de los actuales miembros de la Comunidad opina que la contratación de valores debe concentrarse en los mercados organizados —lo cual quiere decir las bolsas— y obedecer a reglas claras de publicación de precios y difusión rápida de toda información relevante para el inversor. Por el contrario, otro grupo de países miembros adopta una actitud más liberal, y mantiene la posibilidad de diferenciar entre inversores particulares e inversores profesionales e institucionales, asegurando que únicamente los primeros necesitan una protección especial.

Segundo, habida cuenta de la posición relevante que en la estructura bancaria europea tienen los bancos catalogados de «bancos universales», se plantea cuándo y cómo podrían los bancos operar directamente en los mercados bursátiles oficiales.

Fácilmente se comprenderá que tan encontradas visiones ocultan formas muy opuestas de entender cómo han de funcionar los mercados y cuáles son los intermediarios que en ellos deberían operar. ¿Qué solución cabe esperar? Creo que resulta difícil oponerse al principio básico de libre competencia que ha guiado a la Comunidad en sectores como el bancario. Ello se reflejará en la posibilidad de acceso de los inversores a la negociación en los mercados no bursátiles, siempre que dieran su aprobación a ello, y simultáneamente, en que los bancos pudieran operar directamente en los mercados de valores. Tal solución permitiría, además, el mantenimiento de dos modelos bursátiles ahora existentes y perfectamente válidos cara al futuro.

La segunda cuestión, que hace referencia a la transparencia en los mercados —mayor en los oficiales que en los no bursátiles—, puede zanjarse con un acuerdo respecto al grado de detalle de la información ofrecida por los mercados extra-bursátiles y, de forma muy especial, a la rapidez con la cual el público en general accede a ella. Se trata, en definitiva, de evitar la información privilegiada y facilitar la tarea de las autoridades supervisoras; pero, una vez más, tras tan lógicas y respetables premisas se ocultan peligros para algunos mercados extra-bursátiles, hoy en día bien asentados y con grandes perspectivas futuras.

El acceso directo de los bancos a los mercados oficiales nos remite, una vez más, a la cuestión de libre competencia, pues ciertos países desean preservar a algunos miembros de su bolsas de una competencia directa que quizá pudiera arruinarles.

Este es el estado de la cuestión, con el correspondiente peligro de no llegar pronto a un acuerdo y la imposibilidad de aprobar la directiva correspondiente e iniciar el año 1993 bajo el principio de

libre establecimiento y libre prestación de servicios financieros de inversión.

Esa sensación existe y, poco a poco, se va adueñando de los ánimos tanto de los responsables políticos de la Comunidad como de los rectores de los diferentes mercados bursátiles, que, cada vez más, se preocupan sobre todo de afilar sus propias armas para encontrarse en mejores condiciones para competir y atraer negocio de las bolsas rivales.

Esa idea me permite pasar ahora a la cuestión de la Bolsa como un mercado, y hacer un examen de sus principales piezas con el fin de intentar explorar la idea —mejor diría la intuición— según la cual ese clima competitivo acaso dará como resultado una paulatina convergencia de modos de hacer que, en la práctica, de aquí a unos años, equivalga al funcionamiento efectivo de un mercado europeo integrado.

III. LA BOLSA COMO MERCADO: SUS MECANISMOS

Es bien sabido que un mercado bursátil cumple dos funciones básicas: posibilitar la emisión de valores por las sociedades en él cotizadas y facilitar la negociación de los ya existentes. Ahora bien, llevar a cabo ambos cometidos eficientemente no es tan fácil como parece, puesto que cada una de las piezas que constituyen el mercado es, de por sí, complicada, y el engranaje que las une requiere la existencia de un diseño global, a la vez flexible a los avances de la tecnología y a los cambios del mercado y resistente a posibles fallos. En resumen, es preciso contar con sistemas de contratación y liquidación eficaces, al tiempo que se asegura la existencia de medios con los cuales compensar los riesgos en que se incurre al operar en los mercados bursátiles al contado.

Ello significa que las bolsas capaces de ofrecer servicios más eficientes y baratos saldrán beneficiadas en un contexto competitivo como el instaurado en el futuro por el mercado único. Esta, sencillamente, es la cuestión que está en juego. Por tanto, las bolsas menos eficientes se encuentran obligadas a poner en práctica, en breve tiempo, una serie de reformas que les permitan competir, al menos defensivamente, con aquellas otras más eficientes.

Me propongo, pues, analizar muy brevemente esas piezas, empezando por todo lo referente a la contratación para concluir con los mercados de productos derivados, que tanta relevancia están

adquiriendo en el contexto de un mercado europeo integrado.

1. El modelo de mercado

Los mercados europeos se dividen en mercados dirigidos por órdenes (la mayoría) y mercados dirigidos por precios (de momento, y con excepciones que no vale la pena comentar, sólo Londres). A esta clasificación se superpone la de mercado continuo (o mercado en el cual las órdenes se ejecutan en el mismo momento en que un comprador y un vendedor coinciden en un precio) y mercado de corros (en el cual se determinan uno o varios precios durante un corto período, y a ese precio se casan las órdenes presentadas en el mercado).

En principio, el mercado dirigido por precios ofrece una ventaja respecto al mercado por órdenes, y es que en él no se corre el llamado riesgo de contratación, puesto que los precios anunciados por los creadores de mercados son firmes.

En el mercado por órdenes, éstas pueden dejar de ejecutarse al mejor precio posible de no encontrarse la adecuada contrapartida.

Si ahora nos preguntásemos qué tipo de mercado es más eficiente, en el sentido de más líquido, sería difícil contestar por carecer de suficientes trabajos empíricos fiables, con la excepción de un estudio referido a los valores franceses, que se cotizan tanto en la Bolsa de Londres (bajo el sistema de precios) como en su propia Bolsa (que funciona bajo el sistema de órdenes).

Pues bien, los resultados no ofrecen una conclusión indiscutible, ya que la Bolsa parisina muestra una menor variabilidad y resulta ser más profunda, entendiendo este concepto en el sentido de que el volumen de la orden no afecta al precio cotizado, aun cuando no haya sociedades que actúen como creadores dispuestos a cotizar precios en firme, tal y como ocurre en Londres.

Otra cuestión a considerar se refiere a las posibles ventajas e inconvenientes del mercado continuo respecto al mercado de corros o de subastas periódicas. Teóricamente, cabría pensar que el mercado continuo, al incrementar la frecuencia de la contratación, reduce la profundidad del mercado y, por ende, disminuye la liquidez para los intermediarios que en él operan, aumentando la volatilidad de los precios.

Tampoco se dispone en este terreno de estudios rigurosos. La experiencia parece enseñar que los mercados continuos han favorecido una mayor

profundidad respecto a los mercados de corros, y ello, sin embargo, a costa de un cierto incremento de la volatilidad de las cotizaciones. Un estudio reciente sobre cincuenta y siete valores españoles así lo confirma.

2. Los miembros del mercado

Intimamente ligada a la cuestión anterior está la del tipo de intermediario que opera en el mercado, si está autorizado o no para operar por cuenta propia y si existen restricciones a la participación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros en su accionariado.

Empezando por esta última pregunta, el modelo más general ha sido el de establecer una fase transitoria que aseguraba, durante un cierto período, la presencia en el accionariado de las nuevas sociedades de los antiguos miembros del mercado, los agentes de cambio y Bolsa. Existen excepciones —Alemania, Italia y Holanda son las más notables— en las cuales alguna figura de agente de cambio y Bolsa individual sigue desempeñando actividades bursátiles; pero la regla general es la forma societaria, y la distinción clave es la de si actúan sólo por cuenta ajena o, además, por cuenta propia.

Conceptualmente, el esquema puede ser muy riguroso, pero la realidad ha presentado siempre zonas de claros y sombras, ya que los bancos —especialmente Alemania, Francia e Italia— han operado tanto por cuenta de su clientela como por cuenta propia desde hace mucho tiempo. Por tanto, el reconocimiento oficial de que ciertos intermediarios podían operar tanto por cuenta ajena como por cuenta propia era, por así decirlo, mera formalidad.

El actuar con «doble capacidad», como dicen los anglosajones, plantea un triple problema: primero, la posibilidad de incurrir en fuertes pérdidas, lo que preocupa a las autoridades supervisoras; segundo, el peligro de anteponer los propios intereses a los de la clientela, lo cual obliga a establecer reglas rígidas para diferenciar ambas líneas operativas y para aislar posibles conflictos de interés y prácticas abusivas; la tercera cuestión se refiere a la influencia sobre la liquidez del mercado, al detraer previamente operaciones a éste.

Estamos, pues, ante una situación que no permite soluciones extremas de ningún signo, como lo prueba el proyecto de directiva de servicios financieros, a la cual me he referido antes. La única respuesta acertada, en mi opinión, es que no pue-

den cerrarse los ojos a la realidad, y ésta nos demuestra que ha habido y habrá intermediarios que operen por cuenta ajena y por cuenta propia. Esta forma de actuar presenta algunas ventajas para el buen funcionamiento del mercado, y es fuente de ciertos peligros que las propias autoridades del mercado deben vigilar y castigar.

3. Estructura del mercado

En ciertos países —como España, Francia e Italia—, las operaciones fuera del mercado han estado tradicionalmente prohibidas o muy rigurosamente reguladas. También ha de reconocerse que ello no ha impedido que se llevasen a cabo y que, además, supusiesen un porcentaje elevado de las contratadas oficialmente en el mercado. Las razones para ello eran dos: la existencia de comisiones fijas, impuestas oficialmente, y la posibilidad de negociar fuera del mercado grandes bloques de valores, transacciones que era imposible o peligroso llevar a mercados oficiales, cuya profundidad podía ser escasa.

Pero me parece indiscutible que la liberalización y la internacionalización de los mercados ha solucionado o solucionará ambas cuestiones. Primero, porque la libertad de comisiones eliminará el obstáculo que suponían los excesivos costes implícitos en el sistema de comisiones fijas imperante en los mercados oficiales; segundo, porque es una realidad existente ya en la práctica totalidad de los países comunitarios, ya que si ciertas operaciones no se realizan en los mercados, oficiales o extra-bursátiles, de un país se ejecutarán en los de aquellos otros más eficaces o más baratos.

Por tanto, existirán siempre mercados extra-bursátiles. La cuestión es calibrar sus consecuencias. En principio, la fragmentación de mercados puede propiciar tanto una mayor volatilidad de precios como la aparición de oportunidades abusivas para quienes disfruten de información privilegiada. Más preocupante es la posibilidad de que la existencia de varios mercados reduzca la profundidad de alguno o de todos ellos. Es indudable que la concentración de órdenes favorece la liquidez, pero no lo es menos que la especialización puede favorecer, por ejemplo, la existencia de dos mercados: uno centralizado y para órdenes pequeñas, y otro especializado en grandes bloques. En otras palabras, se debe tender a la concentración de órdenes en un solo mercado, pero es ilusorio prohibir el funcionamiento de otros mercados extra-bursátiles en un espacio económico caracterizado por la libertad de movimientos de capitales.

4. La compensación y liquidación bursátil

Cualquier intento de integrar las diferentes bolsas europeas resultará, probablemente, inútil si no se consiguen sistemas homogéneos de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles. Este ha sido el objetivo del llamado «Grupo de los Treinta», la organización privada que en marzo de 1989 publicó un exhaustivo informe resumido en nueve conclusiones que buscan, primero, mejorar la eficiencia de los sistemas y, segundo, reducir el riesgo anejo a todo proceso de compensación y liquidación.

Resumiendo al máximo una cuestión complicada, puede afirmarse que un sistema es eficiente si inmoviliza los títulos o, mejor aún, si los desmaterializa, pues ello permite que las transferencias se lleven a cabo mediante simples cambios en la base de datos de un ordenador, ahorrando en tiempo y en dinero al eliminar todo movimiento físico de documentos. Por otro lado, un sistema de compensación y liquidación comporta tanto más riesgo cuanto más dilatado sea el período que media entre la fecha de realización de la operación y su liquidación final.

Como era de esperar, ciertos mercados europeos más activos —París y Madrid— se hallan en una situación intermedia: algunos disponen de un sistema de inmovilización de los valores, pero su ciclo de liquidación es muy dilatado (París), otros (como Londres y Madrid) han inmovilizado una proporción elevada de sus títulos, pero no la totalidad, al tiempo que sus períodos de liquidación siguen superando los cinco días inicialmente propuestos como límite por el informe del «Grupo de los Treinta».

Tres mercados europeos —los de Alemania, Holanda y Dinamarca— marcan la pauta en este campo, pues han inmovilizado o desmaterializado sus títulos y llevan a cabo la liquidación cinco días después de contratarse la operación de compraventa. Por último, en una tercera categoría se englobarían dos grandes mercados —Londres y Milán— y mercados marginales —como los de Lisboa y Atenas—, que carecen tanto de inmovilización de los títulos como de períodos ciertos de liquidación.

Para 1993 está previsto que todos los países de la Comunidad, con la excepción de Portugal y Grecia, cuenten con sistemas de inmovilización o desmaterialización de sus títulos y sean capaces de llevar a cabo la compensación de las operaciones en un período máximo de cinco días. Quienes no alcancen tales metas sufrirán, indudablemente, una pérdida en el negocio internacional de valores,

e incluso correrán el riesgo de que una proporción creciente de su contratación doméstica emigre hacia un país que cuente con sistemas más eficientes y seguros.

5. Mecanismos de difusión de la información

Las bolsas europeas iniciaron, curiosamente, sus intentos de integración con un proyecto tendiente a implantar un sistema concertado de difusión de la información. El proyecto nació en mayo de 1990, pero pronto aparecieron los primeros recelos entre los responsables de aquellas bolsas, que temían que el proyecto acabase desbordando los límites puramente informativos, y se tratase en realidad de una idea más ambiciosa que abarcase tanto el encaminamiento de órdenes como la contratación y quién sabe si, en último extremo, también la compensación y liquidación de valores.

El llamado proyecto PIPE —«proyecto de precios e información para Europa»— se presentó como un intento de solución conciliadora que se desarrollaría en tres etapas: en la primera se facilitaría la difusión centralizada de la información ofrecida por los principales mercados gracias a un sistema de telecomunicaciones vía satélite; la segunda promovería la interconexión entre los sistemas informáticos de las bolsas y facilitaría el encaminamiento automatizado de órdenes; la tercera y última fase desarrollaría un sistema automático de casamiento de órdenes, su ejecución y confirmación, al igual que la transmisión de los mensajes de compensación y liquidación de las operaciones ejecutadas.

Para llevar a cabo tal programa, se fundó, en junio de 1990, por las bolsas europeas, una sociedad anónima, llamada Euroquote, que tendría su sede en Bruselas y actuaría con criterios de absoluta independencia respecto a sus socios; es decir, las bolsas. Sin embargo, los proyectos PIPE despertaron muy pronto sospechas, así como el temor de que, al final, se tratase de un intento soterrado de sustituir a los actuales mercados por un mercado europeo de carácter internacional; en otras palabras, por una decimotercera bolsa. Las bolsas de Londres y Francfort se destacaron inmediatamente en tal posición, y su negativa frontal hizo fracasar el proyecto de interconexión de los mercados, abriendo de esta forma una gran incógnita sobre las posibilidades inmediatas de que las bolsas europeas trabajen en común.

6. Mercados de productos derivados

El proyecto de creación de un mercado único europeo en 1993 está siendo también la fuerza

motriz en los procesos de reflexión que se observan en los diferentes mercados europeos de productos derivados. Y aquí es igualmente pertinente la comparación antes utilizada al hablar de los mercados al contado: individualmente considerado, el mercado europeo de opciones más activo negoció, durante el primer semestre de 1991, algo menos del 9 por 100 de los contratos intercambiados en la Bolsa norteamericana más activa; si sumásemos los volúmenes contratados en los ocho mercados comunitarios existentes, esa proporción subiría al 37 por 100. Una comparación semejante con futuros arrojaría cifras porcentuales del 29 y 52 por 100, respectivamente.

Varias podrían ser las causas susceptibles de mencionarse como explicaciones de esa situación de fragmentación: regímenes fiscales ambiguos respecto al tratamiento impositivo a aplicar a estas operaciones, excesiva regulación por parte de ciertas entidades supervisoras europeas y escaso conocimiento de los inversores privados; pero, sobre todo, la competencia descarnada entre los principales mercados: Londres, París, Francfort, Amsterdam.

Por tanto, a nadie se le oculta la necesidad de comenzar a discutir acuerdos de cooperación, pues la actual vía de solución —a saber, seguir inventando nuevos contratos, en un esfuerzo desesperado por aumentar la cuota de mercado propia a costa de reducir la del vecino— puede llevar a alguno de ellos a una situación peligrosa de liquidez.

Desde finales de 1988 existe una asociación de los mercados de la Comunidad Europea en opciones y futuros —ECOFEX—, cuyas finalidades más destacadas son lograr que los productos derivados tengan en el futuro mercado único la misma consideración que las acciones y otros valores, y además, estimular el desarrollo de las opciones y futuros en el ámbito financiero comunitario. En la actualidad, ECOFEX tiene quince miembros de pleno derecho y dos miembros asociados. Hay que reconocer, sin embargo, que hasta el momento no está muy clara la efectividad de su actuación, pero es necesario comenzar a establecer vías de solución. Quizá podría abrirse la posibilidad de operar en cada uno a los miembros de los otros mercados, o conectar las respectivas cámaras de compensación, reduciendo así las garantías exigidas y abaratando los costes de transacción, o quedaría, por último, el camino de las fusiones, tal y como ha sucedido recientemente con los dos mercados londinenses, el LIFFE y el LTOM. En todo caso, el peligro que acecha si no se hace, o se hace tarde, reside en la competencia de los mercados no orga-

nizados, en los cuales bancos e intermediarios han empezado ya a ofrecer a su clientela contratos de futuros y de opciones a la medida.

7. Supervisión y regulación

Para completar este repaso, con el que he pretendido ofrecer un panorama de la actual situación de los mercados bursátiles europeos, queda por hacer una referencia a los organismos encargados de su supervisión y regulación.

Las preocupaciones y finalidades características de esas instituciones no son, ciertamente, nuevas. Se trata, en resumen, de velar por la transparencia en el funcionamiento de los mercados, asegurar la debida protección al inversor y mantener el cumplimiento estricto de las normas legales que configuran el marco en el cual funcionan los mercados. Lo más destacable es que durante la segunda parte de la década de los años ochenta, y al compás de la liberalización y globalización de los mercados, ha ido desapareciendo la confianza general en la capacidad de éstos para auto-regularse, siendo sustituida por la instauración de órganos públicos de supervisión.

En este momento, en siete de los doce países miembros de la Comunidad, la supervisión del mercado está confiada a organismos públicos especializados, como nuestra Comisión Nacional del Mercado de Valores. En los cinco restantes —Alemania, Dinamarca, Luxemburgo, Irlanda y Grecia—, dichas tareas recaen en diferentes departamentos de los respectivos ministerios de Hacienda.

IV. LA REFORMA DEL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL

La Ley del Mercado de Valores (LMV) inició, en julio de 1988, una profunda reforma de nuestro mercado bursátil. En su primera etapa, que duró prácticamente un año, se constituyó el órgano supervisor del mercado —la Comisión Nacional del Mercado de Valores— y se produjo la sustitución de los antiguos intermediarios —los agentes de cambio y Bolsa— por los nuevos miembros del mercado, que adoptaron fórmula societaria: ya de sociedades, ya de agencias de valores. Al mismo tiempo, el antiguo órgano gestor de las bolsas —las Juntas Sindicales de los Colegios de Agentes— daba paso a sociedades anónimas —las sociedades rectoras— encargadas de administrar los centros de contratación en que quedaron constituidas las bolsas, pues las tareas de compensación

y liquidación de efectivo y valores cotizados en Bolsa quedaban encomendadas a una entidad diferente, el Servicio de Compensación y Liquidación.

La reforma se vio precedida por la sustitución del anterior sistema de contratación, en corros de viva voz, por un sistema electrónico de contratación continua. El nuevo «mercado continuo», que así se dio en llamar al sistema importado de la Bolsa de Toronto, comenzó en abril de 1989 con la incorporación de unos cuantos valores, pero fue ampliándose paulatinamente hasta englobar en la actualidad más del 90 por 100 de los contratados en las cuatro bolsas españolas.

La LMV estableció una transición en dos puntos importantes de la reforma: la composición accionarial de los miembros y los precios que éstos podían cobrar por sus servicios. Como es bien sabido, la disposición transitoria sexta imponía la presencia de los agentes de cambio y Bolsa en el capital de las sociedades y agencias de valores, en una proporción decreciente del mismo, hasta el 1 de enero de 1992.

Por otro lado, aun cuando el artículo 42 de la Ley establecía el principio de libertad de comisiones en las actividades realizadas por los miembros del mercado, la disposición final primera fijó un período transitorio —que finalizará también el primero de enero de 1992—, durante el cual se ha mantenido, al menos oficialmente, la comisión del 2,5 por 1.000.

Ambas decisiones estaban, sin duda, inspiradas en el mismo espíritu: el de facilitar la transición entre dos sistemas muy diferentes, asegurando a los antiguos miembros del mercado una cierta franquicia por la pérdida de una situación privilegiada, al tiempo que se intentaba evitar un encarecimiento de las comisiones, especialmente las cargadas a pequeños clientes, que pudiera ligarse malintencionadamente a la propia reforma. Hemos de reconocer que ambos objetivos se han cumplido, si bien a un cierto coste para los nuevos miembros de las bolsas; coste que no resulta ciertamente fácil de cuantificar.

Por otro lado, esos mayores costes parecen haber sido absorbidos sin grandes dificultades por sociedades y agencias de valores y Bolsa. De hecho, y según datos de la propia CNMV, las rentabilidades medias sobre fondos propios, tanto de sociedades como de agencias, se han movido en zonas muy altas —entre el 22 y el 40 por 100 para las sociedades y entre el 28 y el 63 por 100 para las agencias—, aun cuando inmediatamente conviene matizar esos porcentajes añadiendo

do que la distribución por firmas es muy sesgada, de tal forma que siempre ha habido un grupo importante de miembros del mercado cuya rentabilidad no llegaba a la media mientras que otro grupo, éste muy reducido, concentraba en su seno las rentabilidades netas superiores al 60 por 100 de sus fondos propios.

El análisis de las cuentas de pérdidas y ganancias de los miembros del mercado revela, además, otro hecho que debe tenerse muy presente. Me refiero a la dependencia de sus ingresos respecto a las comisiones por negociación de valores de renta variable. En efecto, en junio de 1990 dichas comisiones suponían el 61,5 por 100 de los ingresos totales de las sociedades de valores y Bolsa, mientras que un año después, si bien había descendido, seguía siendo la parte del león de los ingresos: un 51 por 100. El hecho revela una fuerte dependencia tanto respecto a los niveles de precio como a los volúmenes de contratación, rasgo que se puso de relieve cuando se inició el conflicto del Golfo. En efecto, los datos publicados por la Comisión indican que durante el tercer trimestre de 1990 los beneficios de los miembros del mercado redujeron su ritmo de crecimiento, aumentando el número de empresas cuya rentabilidad sobre fondos propios era inferior a la media del sector, y registrando pérdidas un cierto número de ellas.

Aquellas dificultades quizá se produzcan en 1992, cuando entre en vigor la libertad de comisiones, ya que no pocas sociedades y agencias pueden creer, en mi opinión erróneamente, que su supervivencia está ligada a una política agresiva de reducción de comisiones. Lo más probable es que dicha estrategia conduzca al fracaso y a la primera reducción sería en el número de miembros del mercado desde el inicio de la reforma. No olvidemos que a finales de 1989 había sesenta y tres sociedades y treinta y una agencias, y en septiembre de 1991 los respectivos números eran treinta y cuatro y veinte.

Es probable, por tanto, que dentro de un año los intermediarios operantes en nuestras bolsas sean menos; pero no cabe duda de que, por lo general, estarán más capitalizados y mejor dotados que hoy día. Esto me lleva a preguntarme por las mejoras tecnológicas que sería aconsejable introducir cuanto antes, empezando con el sistema de contratación.

El mercado continuo —el CATS— es un sistema de los llamados dirigidos por órdenes, por contraposición al modelo de mercado dirigido por precios, del cual Londres es el arquetipo. Habida cuenta de que, como he indicado antes, no existen

por el momento estudios empíricos avalando la superioridad de un modelo respecto al otro, no resulta justificado abogar por un cambio en el modelo de contratación, pero sí introducir mejoras técnicas factibles, que permitirían asegurar la fluidez de la contratación en situaciones de tensión de mercado, al tiempo que se autoriza a sociedades y agencias a operar libremente en el mercado continuo sin que sus accesos a éste dependan, como ahora sucede, de la dedicación material de operadores y terminales a cada bolsa.

Otro aspecto íntimamente ligado a la mejor técnica en el sistema de contratación es el de la liquidez del mercado. Los defensores del modelo de mercado dirigido por precios basan su defensa de esa configuración de las bolsas en la mayor liquidez que, dicen, proporciona la existencia de intermediarios —los creadores de mercado— dispuestos a cotizar en firme precios e importes a los cuales están dispuestos a comprar y vender en todo momento. Ya he indicado antes la inexistencia de avales empíricos para tal afirmación; en el caso español, no existen firmas que actúen como auténticos creadores de mercado, pues las escasas sociedades que han operado, en ocasiones, comprando y vendiendo por cuenta propia lo han hecho para obtener beneficios a corto plazo con las diferencias de precios en la contratación. Que esa ausencia de entusiasmo por la tarea de creador de mercado sea consecuencia de los fuertes recargos, en términos de recusos propios, que ello comporta en nuestra legislación es muy posible, si bien no me atrevería a asegurar que ésa sea la única causa.

El actual sistema de compensación y liquidación español es relativamente eficaz y barato en comparación con los existentes en otros países de la Comunidad, aun cuando presenta riesgos y ofrecía, hasta hace muy poco tiempo, la gran laguna de la ausencia de los títulos nominativos de la fungibilidad.

El gran problema de nuestro mercado bursátil reside, sin embargo, en conocer cuál es su capacidad de resistencia a las tendencias centrifugas, que, al igual, que en otras bolsas, tienden a internacionalizar los mercados y a concentrar una porción creciente de su negociación en aquel que ofrece mayor liquidez; en este caso, Londres.

Según diversas fuentes, el 30 por 100 de la contratación de valores franceses se efectúa en Londres. En el caso de Italia, el porcentaje se eleva al 59 por 100 de la negociación de la Bolsa de Milán. No disponemos de cifras precisas para el caso del mercado español. Según mis cálculos, durante los

ocho primeros meses de 1991, el volumen de títulos españoles contratados en Londres ascendió al 10 por 100 del total negociado en la Bolsa madrileña en ese período. Ahora bien, si consideramos sólo los seis valores cotizados en el SEAQ INTERNATIONAL —BBV, Banco Central, Endesa, Iberduero, Repsol y Telefónica—, el porcentaje contratado en la Bolsa londinense se eleva a casi el 40 por 100.

Para vencer en esa dura lucha competitiva, no sólo es esencial contar con un mercado eficiente y líquido, se precisa también asegurarse de que, a igualdad de riesgos, operar en él resulta barato. Ese concepto es la suma de diversos componentes: las comisiones cargadas por los intermediarios —lo cual depende en gran parte de los costes que soporten—, los costes de compensación y liquidación y, por último, las cargas fiscales. Olvidándonos de estas últimas, convendría garantizar que los intermediarios españoles son competitivos. No me cabe duda de que la libertad de comisiones es el único sistema para conseguir esa finalidad, pues solamente pervivirán las sociedades y agencias capaces de ofrecer al menor coste posible, y con la debida calidad, la gama de servicios exigida por los inversores. A la consecución de esa economía de costes sería deseable que colaborasen también los organismos rectores del mercado, reduciendo al mínimo las comisiones que imponen a los miembros operantes en aquél; camino en el cual debería seguirles el futuro Servicio de Compensación y Liquidación.

V. CONCLUSIONES

Como se indicó al principio, el Acta Unica ha actuado como catalizador de esa gran idea que es la integración de los países miembros de la Comunidad en un espacio económico en el cual hayan desaparecido todas las barreras que, hoy día, separan artificialmente a unas economías cada día más interrelacionadas.

Pero también, al igual que ha sucedido en otros campos, esa idea se tradujo inmediatamente en un esquema de Bolsa Unica, que ha sido rechazado por parte de los mercados bursátiles más activos de la Comunidad. Frente a esa concepción, excesivamente unitaria, se alza la idea de un mercado bursátil europeo que mantenga la actual competencia entre las bolsas en el marco de unas reglas generales comúnmente aceptadas y favorecedoras de esa competencia.

Esas reglas a las que hago referencia deberán potenciar, y no retrasar por un afán excesivamente

centralizador bastante común en Bruselas, la continuación de los esfuerzos hasta ahora emprendidos para modernizar las bolsas, eliminar prácticas monopolistas o restrictivas de la competencia y asegurar la protección de quienes realmente la precisan: los pequeños inversores y los accionistas minoritarios.

Pues bien, la realización de ese programa requiere completar y armonizar tres fases de por sí complicadas:

a) Una primera fase, ya bien avanzada, consistiría en acabar con los monopolios, barreras de entrada y sistemas oficiales de fijación de precios y comisiones. En esta fase, prácticamente concluida en no pocas bolsas europeas, se han eliminado las atribuciones exclusivas conferidas a agentes y otros mediadores como únicos intermediarios; se ha abierto la posibilidad de que otras entidades financieras sean miembros del mercado y se han derogado los antiguos sistemas de comisiones fijas. Por último, el sistema de auto-regulación por parte de los propios órganos del mercado ha sido sustituido por el establecimiento de organismos públicos de supervisión.

b) En una segunda fase, se han comenzado a implantar, con más decisión y rapidez en unas bolsas que en otras, importantes mejoras tecnológicas, entre las cuales me interesa ahora destacar las siguientes:

- La sustitución de los sistemas de contratación discontinua, en corros de viva voz, por sistemas electrónicos continuos.
- El establecimiento de sistemas integrados de encaminamiento, ejecución y confirmación de órdenes.
- La puesta en funcionamiento de sistemas de información al público en tiempo real.
- La consecución de mejoras sustanciales en los mecanismos de compensación y liquidación.
- El desarrollo y madurez de los mercados de productos derivados en cuanto mecanismo complementarios de los mercados al contado.

c) Queda, en gran parte, pendiente una tercera fase, que debería completar los logros ya descritos, en particular mediante:

- La aprobación de las normas básicas que, con carácter general y para toda la Comunidad, favoreciesen la competencia y protegiesen los intereses legítimos de las partes implicadas: inversores, emisores e intermediarios. Ello exigiría, entre otros re-

quisitos: 1) la libertad de instalación y de prestación de servicios en el ámbito comunitario por cualquier intermediario autorizado por las autoridades nacionales de cualquiera de los países miembros; 2) la armonización de las normas referentes a fondos propios de los intermediarios autorizados; 3) la adopción de reglas comunes tanto en lo referente a la protección del inversor, especialmente mediante la tipificación y sanción de la información privilegiada, como al accionista, vía la regulación de las ofertas públicas de adquisición.

- En los restantes campos, probablemente lo mejor sería que no existiesen normas obligatorias comunitarias, permitiendo de este modo que los mercados bursátiles encontrasen sus propias fórmulas de cooperación, pero compitiendo para atraer negocio gracias a la rapidez, eficiencia, economía y ausencia de riesgos que cada uno de ellos fuesen capaces de ofrecer.

Dicho esto, y para terminar, no me queda más que hacer unas reflexiones destinadas a encuadrar la situación concreta de nuestro mercado bursátil con respecto al telón de fondo que acabo de describir.

El mercado bursátil español ocupa un lugar de creciente importancia en el concierto de las bolsas europeas. Dejando a un lado las tres grandes bolsas —Londres, Francfort y París—, y habida cuenta del descenso experimentado en los últimos meses por Milán, como consecuencia de las indecisiones internas sobre la orientación definitiva y el ritmo de la reforma, Italia, Holanda y España se encuentran en niveles de contratación muy parecidos.

Esa posición privilegiada no es casual, sino consecuencia de una infraestructura tecnológica relativamente moderna y eficaz, y de una reforma que, aun cuando se retrasó más de lo debido, ha sido consecuente con unos principios claros y se ha puesto en práctica ordenadamente.

Disponemos en España de un sistema de contratación superior al de la mayoría de las bolsas europeas, si bien todavía cabe realizar algunas mejoras con vistas a agilizarlo aún más. Así, cabría reforzar más su carácter de mercado de lotes frente al de mercado de picos; reducir el horario para los valores menos líquidos, al objeto de facilitar el cierre de los valores más importantes, que a veces sufren las consecuencias de la concentración de órdenes en los últimos minutos, y flexibilizar las posibilidades de actuación de los miembros del mercado, sin forzar la obligación de operar a través de unas u otras bolsas.

Contamos con sistemas de difusión de información más que suficientes, y en cuanto a la compensación y liquidación, aspecto éste frecuentemente olvidado al comparar el buen funcionamiento de los mercados, puede afirmarse que España se encuentra en una posición relativamente buena frente a mercados considerados, por lo general, más eficientes que el nuestro. A ello debe añadirse la circunstancia según la cual, de completarse en el próximo verano el nuevo sistema de liquidación de valores en anotaciones en cuenta, nos situaríamos, sin ninguna duda, en el grupo de cabeza respecto a esta pieza esencial en el funcionamiento eficiente y sin riesgos de un mercado de valores.

Dos últimos aspectos quedan por mencionar. A la hora de completar el marco legal, convendría que nuestras autoridades aceptaran la conveniencia de promulgar una regulación flexible, evitando complejidades excesivas e intervencionismos su-

pervisores que no sean estrictamente necesarios; ello favorecería, dicho sea de paso, la internacionalización de nuestro mercado, atrayendo valores extranjeros a la negociación en España. Por otro lado, es muy importante contar con unas normas fiscales que aseguren la máxima neutralidad financiera entre las diferentes modalidades de inversión, al tiempo que nuestros responsables fiscales deben ser plenamente conscientes de que, a partir de 1993, el nuestro va a tener que competir con los restantes sistemas fiscales de los países comunitarios, pues a los ciudadanos europeos se nos ofrecerá la posibilidad de votar con los pies.

En resumen, el mercado bursátil español se encuentra en una excelente posición para mantenerse en los puestos de privilegio en el futuro mercado europeo. Dicho en otras palabras: no debemos temer a la competencia, sólo hemos de prepararnos para afrontarla con éxito.

ADAPTACION DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS AL NUEVO MARCO EUROPEO: RIESGOS Y OPORTUNIDADES (*)

Rosa-María GELPI

TRANSFORMACION FINANCIERA EN LOS ULTIMOS QUINCE AÑOS

El entorno en el que se desenvuelven las instituciones financieras ha venido sufriendo, desde hace quince años, importantes transformaciones. Cuando se realizaron las primeras reformas, éstas sólo afectaron a ciertos países y a determinados tipos de instituciones financieras. Más tarde, las innovaciones financieras, la desregulación, la liberalización de los mercados, la desintermediación, etcétera, fueron afectando progresivamente a la mayoría de los países industrializados y modificando los mecanismos tradicionales de financiación.

El actual proceso de transformación financiera se inició en Estados Unidos y en los mercados internacionales durante la segunda mitad de la década de los setenta, intensificándose en Europa a lo largo de la segunda mitad de los años ochenta, luego de que los países miembros de la CE decidieran crear un mercado único financieramente integrado.

La evolución del entorno económico y monetario fue la causa principal de las primeras transformaciones financieras, favorecidas por las innovaciones tecnológicas. Entre los factores responsables de las innovaciones financieras y de las medidas de desregulación, podríamos citar, entre otros, la «mundialización» de las economías; la necesidad de reciclar los petrodólares; la aceleración de la inflación y las políticas aplicadas para combatirla; la inestabilidad de los tipos de interés y de los tipos de cambio, o la intención de eludir una reglamentación que no se adapta a las nuevas condiciones económicas.

La primera ola de transformaciones, la que ha afectado sobre todo a Estados Unidos y a los mercados internacionales, se ha saldado, hasta ahora, con un incremento de la competencia, una disminución de la rentabilidad, un aumento del riesgo y una debilitación general de las instituciones afecta-

das. El BPI lo reconoce cuando afirma: «Se pensaba, con razón, que la intensificación de la competencia iba, en general, a permitir a los proveedores y a los usuarios finales de fondos obtener mejores condiciones, en perjuicio de la rentabilidad de las instituciones financieras. Esta era la evolución que se deseaba. Sin embargo, parece que los costes del ajuste al nuevo entorno se infravaloraron en muchos casos, tanto por parte de los operadores del mercado como por la de los responsables de la fijación de las políticas a seguir» (1).

Destaquemos que las instituciones financieras han debido desenvolverse en un contexto especialmente desfavorable. Han debido adaptarse a nuevos comportamientos, productos, estructuras y regulaciones durante un período de inestabilidad monetaria y de permanente crisis económica. Sin embargo, no todo ha sido negativo, ya que las instituciones han dado muestras de gran flexibilidad y las autoridades monetarias han sabido evitar, en diversas oportunidades, crisis financieras que hubieran podido ser de enorme gravedad.

La evolución del entorno está también en el origen del proceso que conduce a la integración financiera europea. Sin embargo, el movimiento no se ha iniciado espontáneamente en los mercados, sino que ha sido impulsado por las autoridades comunitarias y transmitido por las nacionales.

Cuando, en diciembre de 1982, el Consejo de Europa, reunido en Copenhague, decidió otorgar absoluta prioridad a la realización del mercado de bienes y servicios, confiaba en mejorar las oportunidades de Europa dentro de un contexto internacional desequilibrado, inestable y competitivo en grado extremo. Los jefes de Estado o de gobierno esperaban también que el impacto psicológico de un proyecto de ese tipo permitiría combatir con éxito el «europesimismo» en boga por entonces.

La integración financiera se convirtió en uno de los ejes básicos de esta política. Desde la firma, en 1957, del Tratado de Roma, la Europa de los

servicios apenas se había desarrollado. Por otra parte, según la Comisión (2), la inexistencia de un espacio financiero europeo constituía un serio obstáculo no sólo para la realización del mercado interior, sino también para la reestructuración de la economía europea y para la estabilización del sistema financiero internacional. La Comisión entendía también que resultaba posible liberalizar los movimientos de capitales, porque las incompatibilidades macroeconómicas eran menos acentuadas.

Más concretamente, los argumentos para justificar la integración financiera eran los siguientes:

— las empresas deben poder distribuir sus productos y seleccionar el emplazamiento de sus unidades de producción sin que ello afecte a la gestión centralizada de cierto número de servicios, especialmente en el campo financiero y bancario;

— el incremento de la competencia financiera puede contribuir a reducir los gastos financieros, que absorben un importante porcentaje de los excedentes brutos de explotación de las empresas;

— la reestructuración de la economía europea se vería facilitada por la liberalización de los mercados financieros, dado que su actual organización orienta demasiado el ahorro hacia el exterior, en detrimento de la inversión productiva de la Comunidad;

— es deseable que se mantenga y amplíe una zona de estabilidad monetaria, dotada de identidad financiera frente al exterior y con peso suficiente para desempeñar un papel importante en las negociaciones internacionales.

Para alcanzar el grado de integración financiera indispensable para crear un espacio financiero común, la Comisión ha señalado dos condiciones: la total liberalización de los movimientos de capitales y el libre funcionamiento del SME.

Tales condiciones parecían necesarias, pero no suficientes (3). Se precisaba, además, garantizar la libre prestación de servicios, en relación con la cual los movimientos de capitales sólo suponen una base. También era importante impedir cualquier trato discriminatorio y cualquier distorsión de las condiciones de competencia provocada por una diversidad de normas cautelares o por excesivas disparidades fiscales.

El estudio de la integración financiera se inició en los años setenta. Las primeras ideas se basaban en una total armonización de las legislaciones. Tal método hubiera permitido evitar, al menos en gran parte, los tratamientos discriminatorios, así

como la distorsión de las condiciones de competencia. Pero, desde la segunda guerra mundial, las instituciones financieras de los principales países de la CE habían evolucionado dentro de marcos institucionales y reglamentarios muy diferentes, adaptados a las opciones económicas de cada país. Así, en la práctica, la armonización del conjunto de las normativas nacionales y la elaboración de una única normativa europea para sustituirlas resultaba una tarea extremadamente larga y difícil. Por tanto, tales ideas se abandonaron para optar por una armonización mínima que permitiera garantizar un nivel satisfactorio de protección a los particulares y asegurar, al mismo tiempo, la solvencia de las instituciones financieras.

Este cambio de orientación se hizo oficial en el *Libro Blanco* (4) y en el *Acta Unica* (5), que incluyen, de forma general, los principios de reconocimiento mutuo de las normas nacionales relativas al sector bancario y de control por el país de origen. El *Acta Unica* precisa, asimismo, que la Comunidad determinará las medidas destinadas a establecer el mercado interior a lo largo de un período que finalizará el 31 de diciembre de 1992.

En consecuencia, se adoptaron las dos medidas siguientes:

- La Comisión inició un proceso de regulación para liberalizar los movimientos de capitales y garantizar una mínima armonización.

- Por otra parte, los diferentes países iniciaron las reformas necesarias:

- para adaptar sus legislaciones a las normas europeas y a la competencia internacional;

- para aproximar al modelo europeo sus estructuras y el modo de funcionamiento de sus instituciones.

Gracias a estas reformas, han desaparecido ciertas particularidades nacionales, demasiado restrictivas, que habían perdido su razón de ser. También han desaparecido, o se han atenuado, ciertas regulaciones que falseaban la competencia entre los diversos tipos de instituciones.

Sin embargo, tras la evolución observada durante los ocho últimos años, se puede constatar que el esfuerzo de adaptación exigido a las instituciones financieras no ha tenido la misma intensidad en todos los países; por otra parte, pese a los esfuerzos realizados, persisten, y persistirán después de 1992, importantes diferencias entre los distintos sistemas nacionales, tanto respecto a normativa vigente como a instituciones, productos y comportamientos.

EVOLUCION DE ESPAÑA, FRANCIA, GRAN BRETAÑA Y ALEMANIA

Para ilustrar estas primeras observaciones, tomemos el ejemplo de cuatro países de la CE: España, Francia, Gran Bretaña y Alemania.

España

En nuestro país, hasta mediados de los años setenta, el sistema bancario, sumamente regulado, muy protegido y concentrado, muy rígido en su funcionamiento y poco competitivo, ha sido uno de los pilares de la intervención del Estado en la vida económica. Normas muy estrictas recaían sobre cantidades, tipos de interés, número de instituciones y tipo de operaciones. Los mercados eran cerrados y las instituciones debían respetar la especialización operativa, y algunas de ellas —en especial las cajas de ahorros— la especialización geográfica. Como el mercado de capitales era particularmente estrecho y la autofinanciación muy escasa, los bancos, en su mayoría privados, desempeñaban un papel fundamental en la economía. Mantenían lazos privilegiados con las empresas, especialmente mediante la toma de participaciones en su capital. La liquidez bancaria estaba garantizada por el redescuento automático de los créditos otorgados a los sectores prioritarios. Como contraprestación a las facilidades y la protección de que gozaban, los bancos y las cajas de ahorros debían adquirir títulos de deuda pública y otorgar créditos subvencionados a determinados sectores. Una parte importante del crédito escapaba a las reglas del mercado, que, por otro lado, era escasamente competitivo.

La liberalización del sistema bancario, iniciada tímidamente a principios de los años sesenta e intensificada a partir de 1974, se ha visto frenada durante los años ochenta por la crisis bancaria, por el desarrollo demasiado rápido de las necesidades financieras del Estado y por la persistencia de una tasa de inflación superior a la media europea.

La competencia, que apareció tarde en el sistema, resulta en algunos casos especialmente intensa, como lo demuestra la guerra de cuentas de los años 1990-1991 y la guerra de los tipos de interés que se inicia respecto a determinados tipos de crédito.

Se trata de un sistema muy concentrado y en rápida mutación, que quema etapas para adaptarse a las nuevas leyes y mecanismos europeos. Esto explica la coexistencia de técnicas modernas con métodos arcaicos. La banca universal se reparte el mercado con el sector de cajas de ahorros.

Contrariamente a las experiencias de los años 1960-1970, la actual liberalización va acompañada de un proceso regulador muy centrado en la supervisión bancaria y en la protección de los consumidores. Los movimientos de capitales aún no se han liberalizado completamente y la penetración de la banca extranjera es escasa debido a que, hasta hace poco, el sistema estaba muy protegido.

Francia

La experiencia francesa presenta ciertas similitudes lejanas con la evolución española. Los bancos eran también la principal fuente de financiación de la economía, debido a que los mercados de dinero estaban poco desarrollados y eran muy cerrados. Se trataba de un sistema escasamente competitivo en el que, hasta mediados de los años sesenta, los tipos de interés estaban totalmente controlados y la apertura de oficinas estaba sujeta a límites muy estrictos. La casi automática refinanciación garantizaba la liquidez bancaria y, hasta 1987, la regulación del crédito supuso el método habitual de control monetario. Este instrumento, antes del primer *shock* petrolífero, se reservaba para épocas de crisis del sector exterior. Salvo en esos momentos, la política monetaria era muy ágil y servía para orientar los créditos hacia los sectores considerados prioritarios por el gobierno.

Los mecanismos de funcionamiento del sistema, que habían ido evolucionando paulatinamente a partir de 1945, se han modificado completamente a causa de las reformas introducidas a lo largo de la segunda mitad de los años ochenta. Reformas que tenían por objeto liberalizar el sistema, hacerlo competitivo, liberalizar los mercados de dinero, desarrollar los mercados financieros, reducir la intermediación bancaria y suprimir progresivamente las políticas selectivas que favorecían a ciertas actividades o a determinados tipos de instituciones. Los poderes públicos han actuado como motor de esas reformas estructurales, y son los responsables de la mayoría de las innovaciones financieras aparecidas en los distintos mercados.

El francés es un sistema concentrado, dominado por el sector público; los bancos universales compiten con bancos comerciales y con instituciones especializadas de primera línea. Como en la mayoría de los países europeos, el sector cooperativo y de cajas de ahorros ocupa en él un lugar muy destacado. La penetración de la banca extranjera sigue siendo moderada, debido a que, durante los años setenta y ochenta, el sistema ha estado protegido por la regulación del crédito, que frena el crecimiento de los nuevos competidores. Por otra parte, la ausencia de crisis bancarias, debida a la

garantía de liquidez y al elevado porcentaje de capital público, hacía difícil la compra de alguno de los bancos ya existentes.

Este sistema está sometido, desde hace mucho tiempo, a una normativa muy completa y restrictiva, especialmente en el terreno de la protección del consumidor. Los movimientos de capitales no se liberalizaron totalmente hasta 1990.

Gran Bretaña

El sistema bancario inglés es uno de los más antiguos y tiene una tradición liberal y competitiva que lo distingue de algunos de sus homólogos europeos. El crédito dejó de ser delito en 1571, mientras que en Francia hubo que esperar hasta la Revolución; en Inglaterra, la normativa respecto a la tasa de usura se abolió definitivamente en 1854, mientras que en Francia aún se halla vigente.

Los mecanismos competitivos, neutralizados en parte durante los años setenta, volvieron a cobrar vigor progresivamente a partir de 1979. Desde principios de la década de 1980, la especialización del sistema ha tendido a desaparecer y se ha venido intensificando la liberalización. En este sistema, totalmente abierto a la banca extranjera, está presente todo tipo de instituciones. En él se han desarrollado ampliamente los nuevos productos y las nuevas técnicas financieras. Los límites impuestos por las autoridades tutelares, por razones de política monetaria, son muy escasos, centrándose prioritariamente el Banco de Inglaterra en los tipos de interés, con ayuda de sus intervenciones en el mercado monetario. Los tipos de interés son libres, el crédito no está regulado y no existen reservas obligatorias. Los movimientos de capitales se liberalizaron en 1979.

La liberalización vino acompañada de un endurecimiento de la legislación de protección al consumidor.

Alemania

El sistema bancario alemán se distingue en muchos aspectos esenciales de los tres anteriormente citados. Muy liberal, se ha visto poco afectado, hasta una fecha muy reciente, por la oleada de innovaciones y desregulaciones de los años ochenta. Para alcanzar sus objetivos monetarios, las autoridades recurrieron siempre a un control indirecto —actuando sobre la liquidez bancaria y sobre los tipos de refinanciación— sin regular el crédito. También cuidaron de preservar siempre el funcionamiento competitivo de los mercados y liberalizaron en 1967 los tipos de interés.

Los límites normativos son moderados, pero eficaces, tanto en el terreno de la supervisión bancaria como en el de la protección del consumidor. Actualmente, se están modificando las normas para adaptarlas a la legislación europea, realizándose las reformas sin excesos ni demagogias.

Los bancos universales privados controlan las dos terceras partes del mercado; el resto está en manos de los sectores público y cooperativo. La penetración extranjera es escasa, pese a que su legislación es muy liberal. El sistema no está demasiado concentrado, pero los tres mayores bancos privados ejercen gran influencia sobre él y sobre el conjunto de la economía, y ello debido a los lazos privilegiados que los unen con las empresas. En efecto, los bancos les conceden créditos, administran sus fondos y parte de su patrimonio lo constituyen acciones industriales. Además, influyen decisivamente en la gestión de las grandes empresas aun sin tener la mayoría de su capital. En efecto, la ley autoriza a los bancos a disponer del voto de aquellas personas cuyas carteras administran, salvo que el depositante indique lo contrario. En la práctica, los particulares se ponen del lado de los bancos. En caso de que surjan problemas financieros, el doble papel del banco como acreedor y accionista lo sitúa en una posición privilegiada para intervenir en la gestión de la empresa y preservar la solvencia del cliente. Los bancos desempeñan un papel decisivo en las fusiones y en las tomas de control de las sociedades.

Sin embargo, los mercados financieros estaban poco desarrollados (las OPA son allí muy raras), pero desde hace dos años se observa en ellos un rápido desarrollo debido al aumento de las necesidades financieras del Estado, lo que favorece la aparición de nuevos productos y técnicas financieras.

Las salidas de capitales se liberalizaron en 1961; por contra, las entradas de capitales se mantuvieron controladas hasta 1981.

Para terminar con este breve resumen comparativo, destaquemos que el objetivo prioritario de las autoridades monetarias alemanas se centra en la estabilidad de los precios. Este objetivo estaba presente en la Ley que creó el Bundesbank en 1957, y que consagra su independencia frente al gobierno. Por el contrario, los objetivos de los bancos centrales español, francés e inglés dependen en mucha mayor medida de la política de sus gobiernos. Esto permitía optar por diversas alternativas cuando las economías eran cerradas, pero con la apertura de las fronteras y la pertenencia al SME, los objetivos alemanes y la política monetaria se-

leccionada para alcanzarlos ejercen una fuerte presión sobre los otros países del sistema.

Las profundas diferencias históricas existentes entre estos cuatro sistemas se reflejaban en modelos de gestión económica y social muy distantes, que se impusieron cuando las economías eran cerradas. La apertura y la interdependencia de las economías exige un cierto grado de convergencia y coordinación, si bien persisten importantes diferencias, que se traducen, especialmente, en marcos normativos e institucionales que, aun respetando las normas europeas, mantienen buena parte de sus características nacionales. *La Europa financiera parece, pues, destinada a abrirse, sin estar por ello unificada.* Este hecho, unido a las transformaciones internas que se están produciendo en un buen número de países, tiene numerosas consecuencias que repercuten sobre los riesgos y los márgenes de beneficios de las instituciones financieras.

CONSECUENCIAS PARA LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE LA ACTUAL EVOLUCION INSTITUCIONAL

Libertad de establecimiento, pero sin un verdadero mercado único

Si se lograra una perfecta integración financiera, las fronteras nacionales no deberían constituir obstáculo para una actividad bancaria y financiera realizada en el conjunto del territorio comunitario. La realidad dista mucho de ser tan sencilla. Las especificaciones comerciales y culturales exigen en ciertos casos dotar de color local a la oferta de productos; por otra parte, la aplicación del principio del mutuo reconocimiento es limitada, ya que la defensa del interés público y las exigencias de la política monetaria imponen, en numerosos casos, las leyes del país anfitrión. Por último, los costes de transacción asociados a la existencia de varias monedas pueden frenar las operaciones transnacionales. Tampoco resultará siempre fácil la libre prestación de servicios; por contra, la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, que entrará en vigor el 1 de enero de 1993, garantizará la libertad de establecimiento, al menos desde el punto de vista de las restricciones normativas. Se experimentará, pues, una mejoría con respecto a la situación actual, en la que aún subsisten límites al ejercicio profesional.

Intensificación de la competencia

El proceso para poner en marcha el mercado interior europeo intensifica la competencia por ra-

zones tanto legislativas como psicológicas; no sólo resulta más fácil ir a trabajar a otros países de la CE, sino que, además, se ha desarrollado una dinámica de estímulos que incita a diversas instituciones a salir al exterior. Ahora bien, dado que tanto Europa como América están «sobrebancarizadas», sólo un fuerte crecimiento económico podría justificar un desarrollo rápido de las actividades financieras. Sin él, la multiplicación de los actores sólo puede traducirse en un aumento de la competencia, sobre todo en un contexto en el que las políticas monetarias probablemente seguirán siendo restrictivas.

Como quiera que muchas actividades bancarias se realizan ya a escala mundial, la competencia resultante de la nueva legislación europea debería afectar, sobre todo, al sector de los particulares, cuyas actividades están delimitadas por el espacio geográfico nacional, y especialmente a la captación del ahorro. Es éste un campo que se presta a la introducción de nuevas técnicas de *mailing*, telemática, etc., que podrían utilizarse para promover los fondos extranjeros de inversión. En la actualidad, los altos costes de transacción —debidos, entre otras causas, a la existencia de varias monedas— frenan este tipo de operaciones, aun en el supuesto de que los movimientos de capitales estén totalmente liberalizados.

En la mayoría de los países, *la competencia también aumenta* debido a las medidas adoptadas *para reducir la intermediación bancaria en beneficio de la financiación en los mercados de capital.*

En los países en los que se han creado nuevos productos y nuevos mercados, las sociedades y otros agentes financieros se benefician de diferentes posibilidades de financiación. Pueden optar por recurrir a los mercados o bien por endeudarse con las instituciones de crédito. En estos países, se observa una disminución del coeficiente de intermediación bancaria; es decir, de la relación entre la deuda de los agentes no financieros con las instituciones de crédito y el total de su financiación externa. Esta tendencia a la baja viene acompañada por enormes fluctuaciones. Los agentes no financieros recurren, en efecto, a la banca cuando los mercados son poco ágiles (caso de Francia en 1990), y suelen recurrir a los mercados cuando las instituciones de crédito se ven obligadas a adoptar medidas restrictivas (caso de España en 1990).

La introducción de nuevos instrumentos de financiación en un marco en el que las actividades están menos reguladas y son menos cerradas está a punto de modificar profundamente las estructuras y la actividad de las instituciones financieras,

que a menudo recordaban en el pasado a las administraciones públicas.

En la situación precedente, el margen de intermediación podía parecerse a una retribución negociada con los poderes públicos como contraprestación por los servicios prestados por las redes bancarias. En lo sucesivo, el control del mercado por medio de cantidades se ve sustituido por una regulación a través de los tipos de interés. Los poderes públicos ya no garantizan la rentabilidad, la cual depende de la gestión —que cada vez es más compleja— y de la evolución de los mercados.

Así, en la actividad de intermediación bancaria, la referencia a los tipos de mercado sustituye en gran medida a la referencia a un tipo básico bancario negociado con los poderes públicos o entre los bancos. Por otra parte, éstos, además de realizar sus actividades tradicionales de intermediación, invierten cada vez más en títulos y realizan operaciones fuera de balance. La desregulación y las innovaciones financieras facilitan este tipo de operaciones.

La importancia que adquieren las actividades de mercado acentúa los riesgos. No sólo aumenta el riesgo de incumplimiento por parte de los deudores, debido a que las empresas más importantes se financian directamente en el mercado, sino que, además, aparecen otros nuevos. Citemos, por ejemplo, las fluctuaciones en el valor de la cartera de títulos y el riesgo de liquidez, que no existía cuando el oligopolio bancario financiaba la economía y el banco central garantizaba la refinanciación.

La intensificación de la competencia, unida al desarrollo de los mercados, ha supuesto también un fuerte aumento de los recursos bancarios remunerados a los tipos de mercado. Esto se ha traducido en un aumento del coste medio de los recursos (6). Los agentes no financieros manifiestan, en efecto, una preferencia cada vez mayor por las retribuciones elevadas, próximas a las del mercado, ya que se les ofrecen productos que les parecen suficientemente atractivos, especialmente en lo que respecta a su liquidez.

Pese a la intensificación de la competencia, favorable al consumidor, las medidas para la protección de éste son cada vez mayores, y a veces son objeto de una verdadera batalla entre los países europeos. Frecuentemente se sobrepasa la norma mínima comunitaria, lo que supone, en casos extremos, comportamientos faltos de responsabilidad de la clientela que castigan a los buenos clientes y afectan negativamente a los resultados de instituciones.

Para reducir los riesgos producidos por una competencia más dura, las autoridades refuerzan el control cautelar de las instituciones financieras y de los mercados de capitales, lo que resulta indispensable, en las circunstancias actuales, para defender la solvencia del sistema, pero constituye una nueva traba para las instituciones poco capitalizadas.

La intensificación de la competencia produce efectos positivos que pocas veces se destacan:

— al reducir la rigidez y cerrazón de los mercados y disminuir ciertos privilegios, puede posibilitar un incremento de la eficacia económica;

— al aumentar la libertad de decisión de los ahorradores en cuanto a sus inversiones, y la de los inversionistas respecto a la colocación de sus fondos, puede favorecer una mejor asignación de los recursos financieros.

Sin embargo, una competencia demasiado intensa también presenta inconvenientes, puesto que puede llevar a una reducción de los márgenes de las instituciones financieras poco compatible con los riesgos en que incurren.

Distorsiones de la competencia

Van a producirse, al menos durante el período transitorio, por razones jurídicas y fiscales.

Límites del principio de mutuo reconocimiento aplicado al sector financiero.

La nueva orientación dada a la Europa financiera en el *Libro Blanco* y en el *Acta Única* se basa en el principio del mutuo reconocimiento, aplicado a los productos y a las normas de supervisión de los agentes. Algunos países han acogido muy favorablemente este principio y han defendido la idea de una armonización mínima (7), debido a que sus instituciones consideran que la liberalización de los mercados es el factor esencial para la creación de un espacio financiero europeo. Otros países, por el contrario, consideran que la coordinación y la armonización tienen la misma importancia para lograr la Europa financiera que la liberalización de los mercados. En consecuencia, han acogido con muchas reservas el intento de aplicar en el terreno de los productos financieros un principio que es válido, sobre todo, cuando se aplica a mercancías. Esta divergencia de opiniones explica que, en ocasiones, se llegue a compromisos lo suficientemente indefinidos como para que todas las partes queden satisfechas; pero que, debido a su imprecisión, pueden ser difíciles de interpretar cuando se trata de ponerlos en práctica.

El mutuo reconocimiento de los acuerdos y las normas cautelares asociado al control por el país de origen implica adoptar un conjunto de normas mínimas de coordinación: monto del capital inicial requerido, coeficientes de solvencia, de liquidez y de fondos propios, plan contable, saneamiento, liquidaciones, supervisión y control de grandes riesgos, etc. Como consecuencia de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, se beneficiarán del mutuo reconocimiento únicamente aquellas instituciones sujetas a las legislaciones bancarias nacionales de sus países de origen, siempre que dichas legislaciones hayan sido armonizadas y mutuamente reconocidas a escala comunitaria. Sólo las instituciones de crédito debidamente consideradas como tales se beneficiarán del mutuo reconocimiento.

Cuando entre en vigor la Segunda Directiva, las actividades recogidas en el anexo a la misma podrán ser realizadas libremente por toda institución de crédito a la que se lo permita su país de origen. Esto implica que:

— el país de origen es el que determina el campo de actividad de las instituciones; por consiguiente, las instituciones especializadas sólo podrán realizar en los demás estados miembros aquellas actividades que se les permitan en su país de origen;

— el Estado miembro anfitrión no tiene derecho a restringir el ejercicio de una actividad de las que figuran en la lista a ningún banco de otro Estado miembro, aun en el supuesto de que dicha actividad esté sometida a restricción o prohibida en el Estado anfitrión.

Estas reglas pueden provocar distorsiones de la competencia, ya que actividades prohibidas en ciertos países a las instituciones nacionales podrán ser realizadas por sucursales de instituciones extranjeras, sometidas a normas menos restrictivas.

El principio de licencia única en la Comunidad no distingue entre las instituciones de los países miembros y las filiales de sociedades de terceros países. Se podría, pues, temer que esta fórmula dejase la puerta abierta a la penetración de sociedades pertenecientes a terceros países con los que la CE no tuviera acuerdos de reciprocidad.

Los países no pertenecientes a la Comunidad temían que Europa se convirtiera en una fortaleza inexpugnable, mientras que algunos europeos pensaban más bien en una casa desprovista de paredes. Por otra parte, las opiniones al respecto distaban mucho de ser unánimes en Europa. Luego de importantes debates, la reciprocidad se definió

en términos de «tratamiento nacional»: para que sus bancos tengan acceso a la CE, los países extracomunitarios deben dispensar a los bancos europeos el mismo tratamiento que a los locales (y no un «tratamiento equivalente» al que les dispensa la CE). Así pues, por ejemplo, un banco norteamericano instalado en un país de la CE tendrá libre acceso a todo el territorio europeo, mientras que un banco europeo no podrá instalarse en varios estados si una ley local se lo prohíbe a los bancos norteamericanos. La Segunda Directiva precisa que cuando la Comisión constate que un país extracomunitario no dispensa a los países de la CE un acceso efectivo al mercado comparable al que ofrece la Comunidad a los bancos de dicho país, la Comisión podrá solicitar al Consejo un mandato de negociación para lograr condiciones de competencia comparables. Sin embargo, no se entiende muy bien cómo, en especial las autoridades norteamericanas, podrían otorgar a las instituciones europeas lo que niegan a las nacionales.

Los principios en los que se basa la integración financiera europea llevan también a preguntarse sobre la eficacia que puede tener el control por el país de origen. Cualquier incumplimiento puede afectar a la imagen del país anfitrión. Queda, además, por resolver el tema de la garantía de los depósitos (8). Si el país de origen asegura los depósitos, los profesionales o los contribuyentes de dicho país se arriesgan a pagar caro cualquier incumplimiento por parte de las autoridades tutelares, que puede haber sido provocado por insuficiencia de datos; si es el país anfitrión el que reembolsa a los depositantes, los profesionales podrían considerar injusto el estar sujetos a contribución a causa de un control que puede fallar por demasiado distante. Para evitar que tales situaciones se produzcan, frecuentemente será necesario agilizar el intercambio de datos e institucionalizar una coordinación más estrecha entre las autoridades de supervisión y control.

El reconocimiento mutuo de productos y técnicas financieros se inspiró en la sentencia conocida como *Cassis de Dijon*, que precisa «que no existe ningún motivo válido para impedir que cualquier mercancía, siempre que sea producida y comercializada legalmente en alguno de los estados miembros, se introduzca en cualquier otro Estado miembro». La Comisión ha estimado que los mismos principios pueden aplicarse a los intercambios financieros, lo que supone:

— que cuando un servicio financiero se produzca y comercialice legalmente en cualquiera de los estados miembros, debe poder ofrecerse a los

usuarios interesados de los demás estados miembros, sin que sea necesario establecerse en el país del destinatario de dichos servicios;

— que en caso de establecerse, no deberá aplicarse necesariamente el conjunto de la normativa vigente en el país anfitrión.

Como, por otra parte, las distintas directivas adoptadas o en preparación (9) permiten la diversidad normativa en el seno de la Comunidad, la adopción del mutuo reconocimiento de productos colocaría a las instituciones financieras en situaciones de competencia ilegal, ya que en un mismo mercado se ofrecerían a los consumidores productos equivalentes sujetos a normas distintas.

En uno de los primeros proyectos de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, la Comisión había optado por el principio del mutuo reconocimiento de productos:

Art. 15. «Los estados miembros prevén que, al menos las actividades cuya lista figura en el anexo a la presente directiva, pueden ejercerse en todo Estado miembro merced a la libre prestación de servicios por toda institución de crédito cuya licencia en el Estado miembro de origen le permita el ejercicio de dichas actividades, siguiendo las técnicas financieras autorizadas por la legislación del Estado miembro de origen».

A esta primera postura de la Comisión, según la cual el producto está sujeto a las normas vigentes en el Estado miembro de origen, se han opuesto los juristas, que subrayan, con razón, la diferencia de naturaleza que existe entre mercancías y servicios. Estos últimos, contrariamente a las mercancías, que poseen cualidades intrínsecas, son inseparables de la relación jurídica, normalmente el contrato, que sirve de base a su prestación. Parece, pues, lógico, que el control recaiga sobre el agente económico prestatario del servicio y signatario del contrato, y que, cuando esté comprometido el interés general, el servicio esté sujeto al derecho del país destinatario de la prestación. Esta es la dirección que siguen los fallos del Tribunal Europeo de Justicia del 4 de diciembre de 1986 sobre seguros.

La posición de la Comisión se ha flexibilizado en la versión definitiva de la Segunda Directiva, ya que sólo su preámbulo, que carece de fuerza obligatoria, menciona de forma imprecisa el mutuo reconocimiento de productos: «los estados miembros deben velar por que no exista ningún obstáculo para que las actividades que se benefician del mutuo reconocimiento puedan ejercerse *de la misma forma* que en el Estado miembro de origen, siempre

que no se opongan a las disposiciones legales de interés general vigentes en el Estado miembro anfitrión».

La Segunda Directiva no contiene disposición alguna relativa a la legislación aplicable a los contratos que se acuerden entre quienes prestan los servicios y sus clientes. Por tanto, se aplicará la Convención de Roma (junio de 1980), que acaba de ser ratificada:

Esta convención:

— afirma el principio de autonomía de la voluntad, que permite a las partes designar la ley aplicable a los contratos;

— indica que, en su defecto, la ley aplicable es, en principio, la del lugar de residencia habitual del deudor de la obligación principal. Por tanto, se inclina por la ley del deudor sobre el que recae la obligación de pago, que puede considerarse como la obligación principal del contrato de prestación de servicios;

— establece una norma especial para los contratos concluidos con los consumidores: la libertad de opción no puede privar a un consumidor de la protección a la que tenga derecho y, por consiguiente, la ley aplicable es la del país en que tiene su residencia habitual.

Insuficiente armonización de la fiscalidad

La Europa de los doce presenta gran diversidad de regímenes fiscales nacionales. Como destaca el Informe de la Comisión de Reflexión Económica para la preparación del plazo de 1992 (10): «Tal situación es la expresión de la soberanía de los estados miembros. El *Acta Unica*, vigente desde el 1 de junio de 1987, no ha cambiado fundamentalmente las formas de decisión en la materia, que siguen dependiendo de la regla de unanimidad».

Las distorsiones de la competencia que provoca la heterogeneidad fiscal desvirtúan las condiciones de competencia entre las sociedades y entre los productos, desvían las actividades y los recursos de sus destinos óptimos y fomentan la evasión fiscal. Pueden analizarse en tres planos diferentes:

- *La fiscalidad de las operaciones* modifica la competitividad de los centros financieros y puede constituir un factor para la localización de los *holdings*. Sin embargo, existen otros factores de importancia análoga a la hora de determinar el atractivo de un determinado lugar: la liquidez del mercado, la existencia de contrapartidas, la rapidez y la seguridad de las cotizaciones, la calidad de los operadores, etcétera.

- *La fiscalidad de los operadores* afecta también a la competitividad, dado que contribuye a la formación de los costes y de los márgenes (11).

- *La fiscalidad de los productos de ahorro* es el elemento más importante, ya que, probablemente, en este campo es donde se producirán los efectos más significativos de la liberalización de los movimientos de capitales y de la libre prestación de servicios. Cada Estado tiene en la actualidad una normativa y una fiscalidad acorde a sus objetivos nacionales. Por tanto, existen muchos mecanismos de fomento del ahorro reservados a los residentes, por lo que la fiscalidad desempeña un papel fundamental en materia de política de ahorro. Ahora bien, el mantenimiento de regímenes fiscales muy diferentes puede provocar desviaciones en los flujos de ahorro y deslocalizaciones importantes de la actividad, ya que, si no existen restricciones, los movimientos de capitales vendrán determinados en gran medida por razones fiscales, lo que perjudica a los dos objetivos principales de la integración financiera: la estabilidad monetaria y la asignación óptima de los recursos del ahorro a la inversión productiva europea.

Riesgos relativos al entorno

La liberalización total de los movimientos de capitales, unida a la libre prestación de servicios, debería mejorar el grado de sustituibilidad entre los activos financieros denominados en divisas europeas, así como el tamaño de las carteras diversificables en varias divisas. En un sistema de tipos de cambio fijos, pero ajustables, ello dará lugar a una mayor elasticidad de los movimientos de capitales respecto a las condiciones fiscales y las previsiones de tipos de cambio.

En un contexto como el anterior, para poder preservar la estabilidad de los tipos de cambio y de los mercados monetarios, las autoridades monetarias deben poder convencer a los operadores en los mercados de su voluntad de mantener la estabilidad. A largo plazo, esto sólo es posible si su política se apoya en la evolución de las variables económicas fundamentales.

Ahora bien, en la actualidad subsisten aún diferencias en las tasas de inflación y una gran heterogeneidad estructural de las balanzas de pagos, lo que puede afectar a las previsiones de los agentes.

Entre los países que tienen déficit estructurales en sus balanzas de pagos corrientes, algunos registran también una evolución desfavorable de las variables que determinan los costes productivos. Las autoridades monetarias de estos países están,

por ello, obligadas a mantener políticas monetarias restrictivas —es decir, tipos de interés muy altos— para convencer a los mercados de la firmeza de sus compromisos respecto a la paridad monetaria. De ello derivan una serie de situaciones que difícilmente podrán mantenerse durante mucho tiempo:

- las divisas de dichas economías (España, en primer lugar) tienden a situarse en el límite superior del SME, contribuyendo así a deteriorar aún más la competitividad de las empresas de los sectores abiertos al exterior;

- las condiciones monetarias restrictivas y la sobrevaloración de la divisa afectan negativamente a la inversión en aquellos sectores que más la necesitan para mejorar su competitividad;

- los altos tipos de interés agravan el déficit presupuestario del Estado.

Si los desequilibrios provocados por tales situaciones se amplían, existe el riesgo de que, en un momento dado, se produzca una crisis de confianza y cambien las previsiones de los mercados respecto a las paridades.

Las instituciones de los países sujetos a tales desequilibrios se ven afectadas por el deterioro de la solvencia de su clientela, así como por los efectos que una imprevista crisis financiera y de cambios podría tener sobre sus carteras.

Los países que registran desequilibrios estructurales de sus balanzas de pagos corrientes, pero controlan los costes salariales y, por consiguiente, la inflación (caso, por ejemplo, de Francia), pueden también tener problemas provocados por un crecimiento económico insuficiente. Estos países deben alinear sus tipos de interés con los de Alemania, que es el país de la moneda dominante. Ahora bien, las dificultades por las que hoy atraviesa Alemania para controlar la inflación acentúan la tendencia tradicional de las autoridades monetarias de dicho país en favor de altos tipos reales de interés. El mantenimiento en los otros países poco inflacionistas de tipos reales de interés demasiado altos desacelera la actividad económica, a menudo ya afectada por excesivas cargas fiscales y sociales.

Mejorar la eficiencia del funcionamiento de los mercados no implica, automáticamente, un mayor crecimiento de la economía. Además, las ganancias en eficacia microeconómica resultantes de la integración de los mercados deben ir unidas a una tasa superior de crecimiento macroeconómico para que el conjunto de la economía, y en especial el sector financiero, resulten beneficiados (12).

Además, la coexistencia de una fuerte integración financiera con un crecimiento económico insuficiente podría tener consecuencias negativas para las instituciones financieras y hacer fracasar parte de los objetivos perseguidos. En efecto, no basta, para reorientar el ahorro europeo, con tener unos mercados financieros eficaces, sino que es preciso, además, que la economía sea lo suficientemente atractiva como para inducir a las empresas a invertir. Por otra parte, no es posible aumentar durable y significativamente la actividad de las instituciones financieras sin que el sector real registre altas tasas de crecimiento, so pena de provocar un deterioro neto de la solvencia de los deudores.

ESTRATEGIAS POSIBLES FRENTE A LOS NUEVOS RETOS

No existen hoy bancos verdaderamente europeos, sino sólo bancos que dominan su propio mercado nacional y con mayor o menor implantación en los demás países de Europa. En la mayoría de los países europeos, las instituciones financieras se disponen a trabajar en un entorno más competitivo, acelerando sus reestructuraciones internas y externas.

Las estrategias que siguen son muy diversas:

Con objeto de *mejorar su competitividad*, las instituciones racionalizan su gestión interna teniendo en cuenta el nuevo entorno, realizan inversiones en tecnología, adoptan las nuevas técnicas financieras, tratan de innovar cuando están especializadas en un determinado campo o de adquirir con mayor rapidez las innovaciones existentes en el mercado, y se fusionan con socios nacionales para adquirir dimensiones europeas.

Mejorar la competitividad en el país de origen es una condición necesaria, aunque no siempre suficiente, para adaptarse a las transformaciones del mercado. En numerosos casos, puede resultar también indispensable *la implantación en otros países europeos*, y ello por dos razones:

- La existencia de un vasto espacio europeo no eliminará todos los particularismos nacionales. Para defender cuotas de mercado en el interior de Europa, las instituciones financieras deberán mantener una presencia local.

- También puede resultar ventajoso instalarse en un país si las entidades de éste gozan de ventajas nacionales cuando intervienen en el resto de Europa.

Para tener una implantación en Europa, se puede o bien adquirir una entidad ya existente y que cuente con una red de sucursales, o bien crear una nueva, tal vez con un socio local.

La primera de las citadas vías tiene ventajas, pero en muchos casos es difícil de realizar: son escasas las entidades que pueden adquirirse, se venden a precios muy altos y su reestructuración, si es necesaria, puede exigir grandes esfuerzos.

Para crear con éxito una nueva sociedad, hace falta poder alcanzar rápidamente el tamaño mínimo necesario para que la inversión sea rentable. Para ello, teniendo en cuenta la saturación de los mercados, hay que ser capaz de ofrecer productos o servicios nuevos, con una tecnología avanzada y en un medio que no sea excesivamente desfavorable.

El período de transición hacia la unión económica y monetaria será difícil y arriesgado. La mayoría de las instituciones financieras de Europa debería poder superarlo con éxito. Para triunfar en ese universo en permanente transformación, en el que la competencia o la trivialidad son a menudo la norma, deberán evitarse algunos escollos y respetarse determinados principios.

Ante todo, habrá que ser prudente y basarse en la *diferencia de posibilidades especulativas* que ofrezcan los mercados. Luego, *respetar las normas de una competencia leal*; a medio y largo plazo, sólo la calidad del servicio y de los productos ofrecidos, la gestión saneada, la búsqueda de aumentos de productividad, el control de los riesgos y la disminución de los costes pueden permitir ganar cuotas de mercado; por el contrario, una competencia exacerbada, basada en precios y que produzca márgenes negativos, se revelaría rápidamente como desastrosa. Por último, hay que *evitar el querer compensar las pérdidas que se hayan registrado en un producto, en el intento de ganar cuota de mercado, con las ganancias que se hayan obtenido en otros productos*; está muy claro que no se obtienen beneficios cuando se pierde en todos los mercados. Según la lógica actual, que favorece la oferta de productos de mercado respecto a la de productos intermediados, parece preferible reducir los sistemas de compensación interna entre productos y entre clientes.

Respetando estas normas y centrándose en la rentabilidad como objetivo prioritario, las instituciones deberían poder aprovechar las oportunidades que ofrece la Europa financiera, afianzando su posición en los mercados en que se ha desarrollado

un *know-how* competitivo, mostrándose selectivas en materia de desarrollo internacional y beneficiándose del potencial que supone la integración financiera.

NOTAS

(*) Texto revisado de la ponencia presentada en las X Sesiones de Trabajo de Tesorería (celebradas en Pamplona los días 14 y 15 de noviembre de 1991) con el título: «L'adaptation des établissements financiers au nouveau cadre européen: risques et opportunités». Traducción de DIORKI, revisada por la Redacción de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(1) Banco de Pagos Internacionales, 61.º Informe Anual, Basilea, 10 de junio de 1991.

(2) «Integración Financiera», Comunicación de la Comisión al Consejo, COM (83), 207 final.

(3) «Informe sobre el estado de desarrollo del Sistema Monetario Europeo y la liberalización del mercado de capitales», COM (87), 650 final, 17-12-87.

(4) Presentado por la Comisión en junio de 1985.

(5) Adoptada por el Consejo de Europa en la cumbre de Luxemburgo de diciembre de 1985.

(6) En los bancos franceses, el porcentaje de inversiones a tipo de mercado sobre el total de recursos líquidos pasó del 20 por 100, en 1979, al 42,5 por 100, en 1990.

(7) Tal es el caso de Gran Bretaña, que, sin embargo, adopta una posición maximalista cuando se discute la protección del consumidor.

(8) Actualmente, en muchos países no existen sistemas de garantía bancaria, y en los que los hay, se registra una gran diversidad.

(9) Por ejemplo, las directivas sobre crédito al consumo y crédito hipotecario.

(10) Informe parcial, París, enero de 1988.

(11) Sobre este punto, véanse el informe de Pierre ACHARD y el informe presentado por Jean Paul ESCANDE ante el Consejo Económico y Social, París, 29 de octubre de 1987.

(12) Véase «Eficacia, estabilidad y equidad», informe del grupo presidido por T. PADOA-SCHIOPPA, abril de 1987.

PERSPECTIVAS DE LA EVOLUCION ECONÓMICA ESPAÑOLA ANTE LA INTEGRACION EUROPEA (*)

Enrique FUENTES QUINTANA

1. Quisiera iniciar mi intervención en estas X Sesiones de Trabajo de Tesorería, que organiza la Caja de Ahorros de Navarra, con el reconocimiento público del mérito que su título proclama: haber logrado alcanzar su primera década, algo que no es una empresa fácil en este país, y menos aún si se trata de una convocatoria que ha venido reconociendo en su enunciación un propósito continuado de trabajo. Sin embargo —y pese a ello—, es lo cierto que las Sesiones de Trabajo de Tesorería han cumplido sus diez primeros años con una vitalidad que prueba la nutrida presencia de asistentes en cada convocatoria, su renovada juventud y el cambio espectacular de escenario que ha demandado su celebración, y que ha sido capaz de ofrecer la pujanza empresarial que anima al desarrollo de Navarra.

Estos signos externos, que proclaman la buena salud de las Sesiones de Trabajo de Tesorería, no son ni producto del azar ni consecuencia de una feliz improvisación española. La Caja de Ahorros de Navarra creyó oportuno, hace diez años, crear un foro en el que se intercambiaran anualmente opiniones, valoraciones y diagnósticos sobre los problemas de nuestro sistema financiero y que sirviera de lugar de encuentro para quienes viven diariamente los problemas de Tesorería de las distintas entidades. Ese proyecto se ha servido por la Caja de Ahorros de Navarra con la diligencia y la hospitalidad propia de los hombres de esta tierra. Se ha hecho, además, buscando traer en cada año los problemas y expositores capaces de suscitar la atención de los asistentes —con la obvia excepción de mi persona— y animar un diálogo estimulante y clarificador. Y se ha dejado testimonio escrito de estas sesiones anuales en la colección de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* que edita PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. Esta ejecutoria anual, servida con la continuidad que exige la creación y el respeto de una costumbre, es la que justifica que este X aniversario se cumpla con la envi-

diable normalidad de un proyecto que disfruta de buena salud.

La oferta afortunada del proyecto de estas Sesiones de Trabajo ha contado, además, con una demanda fiel de quienes ejercían su trabajo profesional en los servicios de Tesorería de las distintas entidades. Es ésta una actividad profesional que yo he visto nacer en los años distantes en los que la definición de una nueva política monetaria del país ensayaba la creación de los mercados de dinero, por cuyo nacimiento y suerte apostaba tan poco la vieja guardia de nuestros grandes financieros. Hoy, la presencia de los responsables de los servicios de Tesorería, venciendo el escepticismo del pasado, se ha convertido en indispensable en las distintas instituciones económicas del país. Ha sido, y es, además, ésta una presencia joven, en la que es grato reconocer cada año caras jóvenes también, pero no nuevas para mí porque son, en muchos casos, caras conocidas de antiguos alumnos de los años no muy distantes de la enseñanza universitaria.

Se dice que un mercado está consolidado si las dos fuerzas que lo integran consisten en una oferta flexible, inspirada por la innovación y el suministro puntual de su producto, y una demanda que respalde con la fidelidad de su asistencia la utilidad de ese producto. Pues bien, yo creo que las Sesiones de Tesorería cuentan con esa oferta diligente e innovadora que nos ofrece la Caja de Ahorros de Navarra y con la demanda solvente de quienes desempeñan los servicios de Tesorería, que han acudido, una vez más, como en años anteriores, a Pamplona para realizarla. Yo espero que este foro de las Sesiones de Tesorería siga cumpliendo con su convocatoria anual en los decisivos años noventa, que les van a dar mucha animación y van a traer no pocos problemas económicos y financieros a España. Entre tanto esos años llegan, permítaseme felicitarles a todos —al empresario oferente de las Sesiones de Trabajo, la Caja de Ahorros de

Navarra, y a los demandantes de los departamentos de Tesorería— por su X cumpleaños y agradecerles la oportunidad que me dan, con su invitación, de vivirlo en su compañía.

2. Dicho esto, siento afirmado algo fundamental que deseaba manifestar en este acto. Pero mi afecto y reconocimiento a los organizadores de las Sesiones de Trabajo y mi estima personal de los asistentes me obligaban, y me obligan, a pronunciar algunas palabras más que las de justificada felicitación y agradecimiento. Unas palabras que comprometan mi opinión sobre un problema que a todos nos importa y que va a dominar nuestra vida en los próximos años tanto, al menos, como la ha dominado en los pasados: la posición y valoración actuales de la situación económica española frente a la integración europea, con las formas cambiantes que esa integración de Europa está adoptando a través de los procesos de unión económica y monetaria.

Las posiciones y valoraciones personales que trato de exponer no pretenden ser mejores que las de cada uno de ustedes, y por eso se las transmitiré con el deseo de que estimulen sus respuestas y sus críticas para lograr, en el diálogo con el auditorio, mi mejor conocimiento personal. Personal, afirmo, porque estoy seguro de que esa oferta de ideas propias y la demanda que les solicito de ideas ajenas me será favorable y ganaré en lo que los economistas llamamos «relación real de intercambio». Un favor que, anticipadamente, reconozco y agradezco como una importante ventaja personal.

3. Cualquier intento de valorar la situación económica española frente a la integración europea y al proceso de la unión económica y monetaria reclama de quien lo realiza la división de su discurso en tres partes bien diferenciadas:

1.^a *Saber lo que queremos*; esto es, identificar los objetivos o fines que perseguimos con la comprometida participación española en el proceso de integración en la CE.

2.^a *Conocer dónde estamos* respecto de esos objetivos o fines que tratamos de alcanzar con nuestra integración en las Comunidades Europeas.

3.^a *Discutir la conveniencia de orientar el rumbo de la economía española* para ajustar mejor su marcha hacia el objetivo de la integración europea.

Estas serán las tres partes que dividirán la conferencia que me propongo desarrollar contando con el valioso activo de la paciente atención de quienes me escucháis. Tres partes a las que añá-

diré una consideración final sobre las perspectivas que presenta el incierto 1992.

4. Si algo debe estar claro para entender la lógica a que ha de responder la actividad económica española es su referencia permanente a nuestra integración política y económica en la Europa comunitaria. Un objetivo político fundamental se alcanzó, *de iure*, al ingresar España en la CE, y se consolidó después con la firma del Acta Unica Europea, con nuestro ingreso en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y con nuestra participación activa en el proceso de unión económica y monetaria de Europa. Ese activo constituye, sin duda, el gran logro de la política económica de los años ochenta.

Ahora bien, la fidelidad a ese objetivo político exige que, económicamente, España sea, *de facto*, un país europeo. Ningún proceso de integración económica es un fin en sí mismo. Es un *medio* para conseguir mayores niveles de producción y bienestar. Es decir, en el caso de la integración europea, alcanzar el nivel medio de producción y bienestar de los países comunitarios. Una aspiración económica que está por lograr. Las cifras disponibles nos dicen que el PIB por habitante de España en 1990 se situaba en el 76,7 por 100 del PIB medio comunitario. La diferencia económica con Europa, de 24 puntos porcentuales, atribuye a nuestro *acercamiento* a esos niveles de producción y bienestar europeos, y a la reducción de esas diferencias, el carácter de objetivo primordial de la política económica española frente a la integración europea. Ese objetivo coincide, justamente, con el objetivo proclamado por el gobierno, y en torno al cual existe un amplio consenso en la sociedad española.

Afirmar el objetivo del *acercamiento* a Europa supone revelar lo que queremos. Pero la importancia de ese objetivo reclama conocer con más precisión su contenido y sus exigencias para respetarlas. Ante todo, el acercamiento a la producción y bienestar de Europa no es, por desgracia, una tarea instantánea. El Ministro de Economía y Hacienda ha precisado, recientemente, que el acercamiento debe alcanzarse «en el horizonte temporal más inmediato posible». Ese horizonte temporal del acercamiento puede calcularse con distintas hipótesis, pero, cualesquiera que sean las bases de ese cálculo, obligan a pensar en un plazo dilatado, que va más allá de esta década, para su consecución. Los españoles debemos conocer que, cuando nos enfrentamos a esta tarea histórica de integrarnos en Europa, hay que concederle el respeto de su dimensión temporal indiscutible, lo que obliga a

prestar a su realización un esfuerzo continuado y perseverante. La conciencia social de esa dimensión del acercamiento constituye una condición inexcusable para lograrlo.

El objetivo del acercamiento tiene, además de su dimensión temporal considerable, un contenido complejo que se expresa por el término fundamental de *convergencia*. No hay acercamiento posible a Europa sin converger con la estrategia de la política económica practicada por los países de la CE, y si no se consigue la adaptación de los comportamientos de los agentes económicos y sociales a los de los países comunitarios. Ser europeos es una aspiración que debe manifestarse en un comportamiento convergente con los países de la CE. Esa estrategia convergente de la política económica se ha definido por un largo proceso de búsqueda, durante los años ochenta, por parte de los países europeos, de la que debería ser, al fin, la estrategia comunitaria para lograr el desarrollo económico deseado. Una estrategia que está integrada por cuatro condiciones, convertidas en convicciones para todos los países de la CE:

1.^a Afirmar la oportunidad de un *mercado único* hacia el que se debe caminar por un proceso continuo y progresivo que permita ganar las ventajas que le concede la *teoría de la integración económica*.

2.^a Negar la alternativa de la inflación como medio para el desarrollo económico europeo. La inflación no sólo es injusta en sus consecuencias, es, sobre todo, ineficiente para lograr otros objetivos de la política económica. La inflación distorsiona la asignación eficiente de los recursos económicos, impidiendo que los mercados funcionen adecuadamente. Obliga a practicar políticas de *stop and go* con costes crecidos para el desarrollo continuado de una economía. La experiencia vivida por los países europeos ha originado un consenso contra la inflación, en el convencimiento de que cualquier paso hacia ésta tendrá que desandarse, indefectiblemente, en el futuro. El aforismo «dime cómo va tu inflación y te diré cómo va tu economía» constituye una premisa vital para la convergencia europea.

3.^a La estabilidad del tipo de cambio y la certeza de su evolución debe fundamentar un comercio exterior creciente, base de un desarrollo económico europeo continuado. Esa convicción es la que ha inspirado el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo (SME) y la que se trata de lograr, definitivamente, con la unión monetaria.

4.^a El sistema económico se debe fundamentar en la economía de mercado, con intervenciones

públicas que corrijan sus fallos probados en la asignación de recursos, en la distribución de la renta y en la estabilización de la economía.

A partir de esas cuatro convicciones, se define el papel de las políticas económicas que los países de la CE han venido aplicando desde mediados de los años ochenta, y que constan de tres componentes fundamentales que, traducidos al caso de España, se recogen en el esquema 1 que les he repartido.

El objetivo del *acercamiento* queda, así, definido como un objetivo ambicioso por *su dimensión temporal* y como un objetivo exigente por *los deberes de convergencia* que supone su consecución, y que relata el contenido del esquema 1.

No entender lo que hacemos es, con frecuencia, como advirtiera hace muchos años el gran sociólogo alemán Max Weber, el gran defecto del comportamiento en las sociedades de nuestro tiempo. Ninguna sociedad podrá prosperar y desarrollarse si ignora con su conducta lo que dice querer. Por lo mismo, el primer deber con el que hemos de cumplir los españoles, si queremos nuestra integración en Europa, es el de coherencia que supone conocer y asumir las obligaciones de acercamiento y convergencia con los países comunitarios. Decir sí a la integración con Europa y negar, con la política de cada ejercicio o con nuestro comportamiento diario en los grupos sociales y económicos de los que formamos parte, ese objetivo constituiría la más grave y costosa de las decisiones de nuestra sociedad en estos años decisivos que son los de la década de los noventa.

5. Saber lo que queremos es un dato fundamental para guiar el comportamiento de la política económica y de los agentes de la economía. Pero conocer *dónde estamos*, en términos de ese objetivo, es una condición de importancia decisiva para orientar esa marcha de la sociedad española hacia la Europa comunitaria. ¿En qué medida la situación actual de la economía española converge con la de los países centrales de la CE?

Con el fin de disponer de bases objetivas que nos permitan juzgar la posición actual de la economía española en el proceso de integración europea, es preciso utilizar los bien conocidos *indicadores de divergencia*, propuestos, y periódicamente elaborados, por la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión de las Comunidades Europeas, y que se han actualizado, incluyendo los que no son sino pronósticos probables para 1991, en el cuadro núm. 1 que les he repartido. Un cuadro que traje a la consideración

ESQUEMA NUM. 1
POLITICA ECONOMICA DE CONVERGENCIA DE LA CE

1. Compromiso de *estabilidad cambiaria* dentro del SME como requisito de la integración económica y como instrumento de disciplina financiera. El tipo de cambio de la peseta deberá mantenerse firme por los compromisos con el SME y por los efectos negativos de la devaluación monetaria sobre la inflación. Son los menores costes y precios internos los que deben mejorar nuestra competitividad, y no las devaluaciones competitivas de los tipos de cambio (desinflación competitiva como objetivo).

2. Aplicación disciplinada de una *política de demanda* que garantice la convergencia hacia la prioritaria estabilidad de la economía y al desempeño de su papel por todos y cada uno de los instrumentos de política económica:
 - A) *Política monetaria*, acorde con los compromisos cambiarios de la unidad monetaria y la reducción de la inflación, con la convergencia de sus tasas de crecimiento anual con las de los países centrales de la CE.
 - B) *Política presupuestaria* dirigida a colaborar con la política monetaria en el tratamiento de la inflación, mediante una consolidación del gasto público, el dominio y reducción del déficit público, la financiación ortodoxa del déficit (en cuanto éste exista) y la adopción de aquellas decisiones que aumenten el ahorro público sin perjudicar, al mismo tiempo, al ahorro privado.
 - C) *Moderación en el crecimiento de las rentas* (salarios, intereses, márgenes de beneficio) siguiendo las pautas marcadas por la productividad y la competencia en los distintos mercados. Una moderación que puede concretarse o no en una política pactada de rentas.

3. Adopción de un conjunto de *reformas estructurales* dirigidas:
 - A) A la desregulación, liberalización y fomento de la competencia en los mercados de bienes, servicios y movimientos de capital.
 - B) Reformas en los mercados de factores productivos (mercados de trabajo y mercados de capital) para aumentar su eficiencia y flexibilidad.
 - C) Reformas en el doble frente de un gasto público mejor administrado y de una imposición más eficiente, más simple y más justa que tenga en cuenta y afronte la competitividad fiscal que pueda crearse en el ámbito comunitario.

de las Sesiones de Trabajo de Tesorería en mi intervención del pasado año y que, debidamente actualizado, pretendo presentarles de nuevo este año. No puede sorprender esta reiteración, porque los valores económicos que ese cuadro refleja constituyen el mejor testimonio —el testimonio permanente— de nuestro comportamiento relativo en la trabajosa tarea de ser europeos. Como es bien sabido, esos *indicadores de divergencia* atienden, inicialmente, a seis conceptos: 1) gasto o demanda nacional; 2) oferta aproximada por el PIB; 3) desempleo; 4) equilibrio interno valorado por la inflación, apreciada bien por el IPC o por el deflactor implícito del PIB; 5) equilibrio/desequilibrio exterior valorado por el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente, y 6) déficit público definido según la Contabilidad Nacional (capacidad/necesidad de financiación). Esos seis conceptos básicos se amplían, en los análisis de la CE, con otros dos a los que se ha concedido creciente importancia: 7) coste laboral unitario; esto es, los costes laborales de producir una unidad de producto, que vienen dados por el cociente entre salarios monetarios por persona ocupada y la productividad aparente del trabajo; y 8) el indicador que nos describe los procesos de ahorro y de inversión totales. A estos ocho indicadores, el cuadro de los indicadores de divergencia añade los tipos de interés, para ofrecer los *nueve indicadores* que en él se recogen para el período 1985-1991. Me gusta afirmar que ese

cuadro de las nueve posibles divergencias constituye la prueba del 9 a la que permanentemente debe estar sometida una economía nacional para comprobar su vocación europea, muchas veces invocada, pero que sólo esas cifras permiten contrastar. La referencia de esos nueve indicadores la constituyen España, de una parte, y de otra, los que el cuadro denomina *países centrales*, comparación que es la que nos importa, toda vez que son esos países los que constituyen el núcleo duro que ha protagonizado hasta hoy la marcha del proceso de integración de la CE. Núcleo reducido de países, pues de él forman parte sólo dos de las grandes economías de la CE —Alemania y Francia— y las economías de aquellos países que, como los del Benelux y Dinamarca, han logrado comportamientos semejantes.

¿Qué mensajes fundamentales transmiten las cifras de los indicadores españoles de divergencia? Cuatro, al menos, son los más destacados:

1.º La distinción de dos etapas bien diferenciadas en el proceso de recuperación económica que va de 1985 a 1991: la primera se inicia en 1985 y finaliza en los comienzos de 1989, la segunda es la que comienza en 1989 y llega hasta el momento actual.

2.º La primera de esas etapas constituye un claro ejemplo de los efectos económicos consigui-

CUADRO NUM. 1
INDICADORES BASICOS DE DIVERGENCIA ENTRE ESPAÑA Y CE
(Países centrales)

Tasas de variación sobre año anterior	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991 (1)
1. Gasto nacional							
Países centrales	2,8	2,7	2,2	3,0	3,0	3,6	2,2
España	2,9	6,1	8,1	7,1	7,8	4,6	3,3
Divergencia española	0,1	3,4	5,9	4,1	4,8	1,0	1,1
2. Producto Interior Bruto							
Países centrales	2,1	2,3	1,7	3,6	3,6	3,4	2,0
España	1,9	3,5	5,6	5,2	4,8	3,7	2,7
Divergencia española	-0,2	1,2	3,9	1,6	1,2	0,3	0,7
3. Desempleo (porcentaje población activa)							
Países centrales	9,2	8,7	8,7	8,5	8,0	7,4	7,5
España	21,6	21,2	20,5	19,5	17,3	16,3	15,9
Divergencia española	12,4	12,5	11,8	11,0	9,3	8,9	8,4
4. Inflación							
4A. Precios consumo (IPC)							
Países centrales	4,0	1,3	1,9	2,0	3,2	3,0	3,6
España	8,8	8,8	5,2	4,8	6,6	6,7	6,0
Divergencia española	4,8	7,5	3,3	2,8	3,4	3,7	2,4
4B. Deflactor implícito PIB							
Países centrales	4,1	3,7	2,3	2,4	3,0	3,5	3,7
España	8,5	10,9	5,9	5,7	7,0	7,3	6,8
Divergencia española	4,4	7,2	3,6	3,3	4,0	3,8	3,1
5. Desequilibrio exterior:							
Balanza por c/c (porcentaje PIB)							
Países centrales	0,9	1,6	1,4	1,9	2,0	1,4	-0,4
España	1,7	1,6	0,1	-1,1	-3,0	-3,4	-3,0
Divergencia española	0,8	0,0	-1,3	-3,0	-5,2	-4,9	-2,6
6. Déficit público (porcentaje PIB)							
Países centrales	-3,0	-2,6	-2,6	-2,9	-2,0	-2,8	-3,6
España	-6,9	-6,0	-3,2	-3,2	-2,7 (*)	-4,0 (*)	-3,5
Divergencia española	-3,9	-3,4	-0,6	-0,3	-0,7	-1,2	0,1
7. Coste laboral unitario							
Países centrales	3,0	2,5	2,3	0,9	1,4	3,3	3,2
España	5,5	8,4	5,9	3,8	5,3	6,7	6,8
Divergencia española	2,5	5,9	3,6	2,9	3,9	3,4	3,6
8. Tipos de interés:							
8A. A corto plazo							
Países centrales	7,6	6,6	6,6	6,3	7,8	9,2	8,5
España	12,2	11,7	15,8	11,7	15,0	15,2	13,0
Divergencia española	4,6	5,1	9,2	5,4	7,2	6,0	4,5
8B. A largo plazo							
Países centrales	9,2	7,5	8,0	7,8	8,1	9,4	8,7
España	13,4	11,4	12,8	11,7	13,8	14,5	12,5
Divergencia española	4,2	3,9	4,8	3,9	5,7	5,1	3,8
9. Inversión y ahorro (porcentaje PIB):							
9A. Formación bruta capital							
Países centrales	19,2	19,3	19,4	20,0	20,4	21,1	21,0
España	18,9	20,0	21,5	23,7	25,3	25,7	25,5
Divergencia española	-0,3	0,7	2,1	3,7	4,9	4,6	4,5
9B. Ahorro Nacional Bruto							
Países centrales	20,1	20,9	20,8	21,9	22,4	22,5	20,6
España	20,6	21,6	21,6	22,6	22,1	22,2	21,8
Divergencia española	0,5	0,7	0,7	0,7	-0,3	-0,3	1,2

(1) Avance (octubre 1991).

(*) El déficit de las AA.PP. de 1989 y 1990 se habría situado en el 3,5 y 3,6 por 100 del PIB si se hubiera tenido en cuenta el calendario de devoluciones del IRPF.

Fuente: España: Contabilidad Nacional (INE). Países centrales CE: Anexo Estadístico. *European Economy*, núm. 46, diciembre 1990.
Países centrales: Alemania, Francia, Holanda, Bélgica y Dinamarca.

dos por lo que los franceses denominan *desinflación competitiva*. La tasa de inflación de la economía española apreciada por los precios de consumo cae, en efecto, desde el 8,8 por 100 de 1985-86 hasta el 4,8 por 100 de 1988. Esa caída de la inflación permitió ganar mayor competitividad a las exportaciones, situando la balanza de pagos en una posición confortable, pese a la liberalización de los intercambios derivada del proceso de integración en la Comunidad. Por otra parte, la desaceleración del proceso inflacionista se tradujo en la disponibilidad de una capacidad de compra fortalecida de la demanda interna, que impulsó el crecimiento de la producción (a tasas del orden del 5 por 100, pérdidas desde los años sesenta) y elevó las cifras de empleo (con la creación de 1.466.400 nuevos empleos), que se tradujeron con sordina sobre las tasas de desempleo, dada la configuración peculiar de nuestra pirámide de población, con una burbuja en las edades de 18-26 años difícil de ocupar; por otra parte, sobre esas crecidas tasas de desempleo ha influido también la organización y rigidez peculiares de nuestros mercados de trabajo. Todo ello convertiría a las tasas de desempleo en el indicador menos lucido de esta etapa. El intenso desarrollo de la producción creó las condiciones para una mejora del déficit público, gracias al aumento de los ingresos por impuestos y a una tímida política de consolidación del gasto público. Comportamientos, en conjunto, favorables para la convergencia con la CE, pero insuficientes para lograr el objetivo, alcanzable en esta etapa, de haber eliminado el déficit público.

También evolucionaron aceptablemente en este período los costes laborales unitarios, que alcanzan su menor tasa de expansión en 1988, y los tipos de interés, que, pese a su elevado nivel, acusarían una estabilidad y un ligero descenso en la fase 1985-1989. Ese ambiente económico favorable creó las condiciones necesarias para la recuperación de las inversiones, que acusaron ritmos extraordinarios de crecimiento, llevando su participación en el PIB del 19,9 por 100 en 1985 hasta el 23,7 por 100 en 1988, ganándose en el conjunto de esos años tres puntos en el acercamiento al PIB medio de los países de la CE. En suma, y como ha afirmado el Fondo Monetario Internacional para referirse a los logros de esta etapa: «España emprendió el camino de una senda de convergencia, haciendo rápidos progresos hacia el objetivo de alcanzar a los países europeos más avanzados económicamente».

3.º La segunda etapa se inicia, hacia el final de 1988 y los comienzos de 1989, con dos características heredadas de la etapa anterior: el intenso cre-

cimiento del gasto nacional y la acentuación de sus diferencias con el registrado en los países centrales de la CE. El gasto nacional se había dejado ir durante varios años, amenazando las posibilidades de continuar un desarrollo económico conseguido en condiciones de estabilidad. Desbocado el gasto nacional en 1989, fue preciso adoptar medidas de urgencia para frenar su crecimiento acelerado y sus perceptibles diferencias con los *países centrales* de la CE. La tardanza en la aplicación de esas medidas de ajuste del gasto nacional, y su peculiar composición, explican dos hechos de singular importancia: sus efectos limitados sobre los equilibrios de la economía y el coste derivado de su aplicación.

La inflación —impulsada por un crecimiento excesivo del gasto nacional— da un salto de dos puntos porcentuales de 1988 a 1989 en los precios de consumo, situándose en un nivel del 6 por 100, de cuyo entorno no descendería en 1990 y 1991. Si la inflación se aprecia por el deflactor implícito en el PIB, se ratifica el mismo comportamiento: salto de casi dos puntos porcentuales en 1989. La inflación se colocaba así en un nivel diferencial de 2/3 puntos porcentuales con los *países centrales* de la CE. El segundo desequilibrio que se agudizará será el del sector exterior, medido por la balanza de pagos por cuenta corriente, cuyo saldo adverso se elevará también en dos puntos porcentuales en 1989, situándose en peligrosos niveles totales (3/3,5 puntos del PIB). Mientras tanto, el comportamiento del déficit público y el crecimiento del coste laboral unitario y de los tipos de interés presentaban unas perspectivas negativas que traducían la política económica practicada para doblegar la intensa marcha del abandonado gasto nacional español. En efecto, el déficit público (correctamente computado) aumenta en los años 1989 y 1990, mientras las estimaciones oficiales para el déficit previsto en 1991 se han elevado al 4,4 por 100 del PIB, un nivel que aumenta el registrado en el pasado. El comportamiento del coste laboral unitario se asocia a la mayor inflación y salta tres puntos porcentuales de 1989 a 1991, sosteniendo unos diferenciales elevados con respecto a los países centrales, signo inequívoco y preocupante de nuestra pérdida de competitividad y de la segmentación del mercado de trabajo que acusa la comparación del coste laboral unitario con las elevadas cifras de desempleo. Respondiendo a la tónica alcista de los precios, los tipos de interés saltarán también en 1989, manteniendo su liderazgo sobre los tipos de interés europeos. La caída de los tipos de interés en los países centrales en 1991 ha permitido un descenso de los españoles en ese ejercicio,

pero sosteniendo sus niveles, incomparablemente más elevados que los de los tipos de interés europeos. Cerrando el cuadro del comportamiento de la economía española en esta fase, los procesos interiores de ahorro e inversión aumentaban sus desequilibrios, pues mientras la inversión se elevaba hasta más de la cuarta parte del PIB, el ahorro nacional se estancaba, o incluso descendía ligeramente.

En definitiva, pues, la economía española, en esta segunda etapa que va de 1989 a 1991, manifestaba una preocupante divergencia con las economías centrales de la CE y la pérdida del dinamismo que la caracterizó en la fase anterior (1985-1989).

4.º Esa doble experiencia de la economía española mostraría con claridad que la *convergencia* de sus comportamientos es condición indispensable del *acercamiento* a los niveles medios de producción y bienestar de los países europeos. La tasa de crecimiento del PIB experimentaría en esta segunda fase (1989-1991) signos inequívocos de debilidad, dificultando así el acercamiento de la economía española a las de los *países centrales* de la CE.

6. Evaluar la política económica aplicada en España, y su convergencia con la estrategia definida por la CE, para discutir la conveniencia de ajustar su rumbo, necesita partir del cuadro general integrado por las distintas medidas que forman parte de la estrategia europea de referencia. Ese cuadro general lo forman los tres grupos de medidas diferentes que se recogen en el esquema 1.

¿Cómo ha aplicado la política económica española la estrategia integrada por el conjunto de medidas que se contienen en el esquema 1? Una respuesta anticipada a su detenido repaso tendría que destacar dos claras deficiencias:

1.ª La soledad de la política monetaria en el frente de la estabilidad, que proclama la ausencia escandalosa de la política presupuestaria y la falta de colaboración del comportamiento de las rentas, cuyo crecimiento ha presionado costes y precios al alza.

2.ª La limitación y la tardanza en la adopción de las medidas integrantes de la política de oferta.

Esas ausencias y limitaciones son las que han afectado a la insatisfactoria convergencia de la economía española con la de los *países centrales* de la CE, y las que dificultan nuestro acercamiento a los niveles de producción y bienestar de esos países.

Tratemos de precisar esas deficiencias y ausencias de la política económica española para evaluar ésta y juzgar la necesidad de su rectificación.

La estrategia de la política económica aplicada por los *países centrales* de la CE ha partido de la convicción de la influencia negativa de la variabilidad del tipo de cambio sobre el proceso económico real de una economía, al cual afecta a través del clima de incertidumbre, que daña tanto a las decisiones de producción como a la formación de expectativas estables, de las que depende la suerte de las decisiones de inversión. Es esa convicción la que fundamenta el compromiso de estabilidad cambiaria, dentro del SME, para lograr la integración económica y para afirmar la estabilidad financiera en el marco de la unión económica y monetaria (UEM). La política económica española decidió jugar esa carta de la estabilidad y fortaleza del tipo de cambio de la peseta para acelerar el proceso de convergencia con los *países centrales* de la CE. Esa decisión se adoptó con la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del SME, en junio de 1989. El ingreso en este mecanismo de cambios concretaba un compromiso de estabilidad cambiaria y forzaba la marcha del proceso de convergencia hacia la política económica practicada por los *países centrales* de la CE, base indispensable para asegurar el éxito de la integración de España en las Comunidades. La decisión de que la peseta ingresara en el mecanismo de cambios del SME sancionaba, así, la indisponibilidad de las variaciones del tipo de cambio nominal como medio de afrontar y corregir situaciones de inestabilidad exterior, convirtiéndose en un *cambio fundamental* en los instrumentos utilizables por la política económica. La política monetaria, la fiscal y la de rentas cobraban, por este motivo, un relieve singular para conseguir la obligada convergencia con los indicadores de los *países centrales* de la CE.

Era de esperar, por tanto, que la decisión del ingreso en el SME se interpretara como la necesidad de aplicar unas políticas de demanda rigurosas con una combinación adecuada de medidas monetarias, fiscales y de rentas, coherentes con los compromisos cambiarios que habíamos asumido. De esta manera, la aceptación de la premisa de la estabilidad del tipo de cambio (punto 1 del esquema 1) obligaba a la actuación con medidas eficientes sobre el gasto o la demanda que garantizaran la rápida entrada de la economía española en una zona de mayor estabilidad de precios, facilitando así nuestra integración en la economía comunitaria.

Frente a ese carácter riguroso y disciplinado que hubiera sido necesario imponer al comportamiento

del gasto nacional, aplicando las distintas medidas integrantes de una política de convergencia de la inflación, lo que realmente sucedió fue que esa política de convergencia española padeció un peligroso desequilibrio, haciendo descansar sobre la política monetaria el peso del ajuste necesario. La soledad de la política monetaria en la convergencia hacia tasas menores de gasto nacional y precios más estables la ratifican los elevados tipos de interés de que precisó la acción estabilizadora y que habían de crear tensiones alcistas sobre los tipos de cambio que obligaron, en los ejercicios de 1990 y 1991, a la práctica de intervenciones para ajustar los cambios a los márgenes de fluctuación consentidos por el SME. Se producía así el llamado fenómeno de la *paradoja de los tipos de interés*, en cuya virtud el país con mayor tasa de inflación y con mayores problemas de convergencia se convertía en el de moneda más fuerte, e incluso amenazaba con expulsar del SME a países con menor inflación, dificultando la posibilidad de que estos países practicaran descensos en los tipos de interés para ayudar a sus conveniencias internas en orden a la recuperación de sus economías. Esa *paradoja de los tipos de interés*, que imponía el sacrificio de un menor desarrollo a los países más estables, al no contar con la libertad de reducir sus tipos de interés por el temor de sus consecuencias sobre el tipo de cambio, constituía una denuncia a la conducta de aquellos países que, con problemas de convergencia, trataban de utilizar la política monetaria como instrumento principal —si no exclusivo—, retrasando o abandonando la aplicación de la política presupuestaria o de la moderación necesaria en el crecimiento de las rentas.

La opción española por la aplicación unilateral de la política monetaria imponía, así, un coste externo a los países con más estabilidad, con independencia de los propios costes internos, que se han manifestado en el hecho de que las reducciones del gasto nacional, al servicio de una mayor estabilidad, han afectado *desigualmente* a los componentes del gasto y, con ello, a la eficiencia en la administración de los recursos de la economía. Las inversiones, más sensibles a las variaciones del tipo de interés, han sido las primeras en registrar la opción estabilizadora monopolizada por la restricción monetaria. Por otro lado, las elevaciones de los tipos de interés han impuesto apreciaciones inevitables en los tipos de cambio nominales, que —además de los costes externos para la política económica de otros países— supondrían un coste interno, al deteriorar la competitividad de nuestras exportaciones y al afectar negativamente al desarrollo de las inversiones.

La desigualdad con la que la política monetaria tradujo sus consecuencias sobre los componentes del gasto nacional ha ocasionado que hayan sido la inversión y las exportaciones las que han sufrido el peso del ajuste para reducir los desequilibrios de la economía. Los costes de eficiencia impuestos por esta actuación de la política monetaria sobre los componentes del gasto nacional son los evidentes de desplazar el ajuste sobre las inversiones, que determinan el crecimiento del empleo y el dinamismo técnico de una economía, y sobre las exportaciones, agudizando el déficit de la balanza de pagos. Es ésta una conclusión que ha mostrado las consecuencias últimas del abandono, por parte de la política presupuestaria y de la moderación de rentas, de sus deberes en la necesaria reducción del gasto interno. A falta de estas políticas, ni el consumo privado ni el gasto público han ajustado sus ritmos de crecimiento a la disciplina necesaria para la reducción del gasto nacional.

Esa acción unilateral de la política monetaria, al faltarle la compañía indispensable de la política presupuestaria y el comportamiento disciplinado de las rentas, no sólo ha sido costosa, sino también *insuficiente*. Las tres tendencias más preocupantes del comportamiento de la economía española son hoy las que apuntan a la conducta arraigada de la Hacienda Pública en el crecimiento del gasto público y en la persistencia del déficit público; al crecimiento de los costes laborales unitarios, con el mantenimiento de un diferencial elevado y creciente con los *países centrales* de la CE, y a la persistencia de la inflación, situada en niveles que no ha logrado reducir la restricción monetaria aplicada en los últimos años.

La opción estabilizadora de la política económica española, con el abandono de las medidas de política presupuestaria, no es más que una consecuencia de las costumbres que han dominado y dominan el comportamiento de la Hacienda Pública de la democracia española. Con frecuencia, ese comportamiento se considera corregible, y se prometen cambios futuros que, hasta el presente, no se han registrado. Es cierto que los desequilibrios económicos de nuestra Hacienda Pública están situados en niveles comparados próximos a los de los países centrales de la CE, que parecen invitar a una acción que se juzga viable en puros términos cuantitativos. Pero esa contemplación olvida la raíz profunda que esos desequilibrios tienen en el comportamiento de nuestra sociedad, en la conducta de nuestros políticos y en la configuración de nuestras instituciones presupuestarias. Doblegar el gasto público, reducir el déficit, mejorar la imposición, constituyen reformas indispensables para que se

pueda aplicar la política presupuestaria a la hora de estabilizar la economía. Si no se puede contar con ella, los tipos de interés estarán situados a niveles incomparablemente más elevados que en los *países centrales*, y se seguirán de esos tipos de interés las consecuencias negativas que de ellos se derivan: se resentirá el crecimiento de las inversiones, que serán las paganas de la política de estabilidad monetaria; se elevarán los tipos de cambio de la peseta, con perjuicio de las exportaciones, y aumentará el coste financiero de la deuda, con perjuicio de la financiación de las infraestructuras e inversiones en capital humano del conjunto de las administraciones públicas.

La reforma del comportamiento de la Hacienda Pública es, pues, indispensable en todos y cada uno de los puntos que impiden su servicio a la política económica de estabilidad y convergencia con los *países centrales* de la CE. La consolidación presupuestaria debe iniciarse por el control del gasto público y continuar por la eliminación de los defectos con los que la imposición se distribuye (con un ataque frontal y persistente al fraude fiscal, ajustes en la imposición directa, para ganar eficiencia, y apoyo mayor de la recaudación en la imposición sobre el gasto). Reducir el nivel del déficit público deberá ser parte central de este cambio de comportamiento, consolidando el Presupuesto y descentralizando responsabilidad fiscal hacia las haciendas territoriales. Pero todas esas reformas del comportamiento de la Hacienda Pública española serán imposibles si no se reforman las instituciones presupuestarias. Unas reformas, todas ellas, que resultarán necesarias para contar con la política presupuestaria que hoy requiere el país en orden a su acercamiento y convergencia con los países de la CE.

Esta política presupuestaria nos la va a exigir la participación en el proceso de unión monetaria europea, ya que las reglas del Tratado de la Unión Económica y Monetaria impondrán una disciplina presupuestaria a partir de la segunda fase, que se iniciará el 1 de enero de 1994. Los problemas que plantea la Hacienda Pública española de cara a la unión monetaria reclaman una atención diligente hacia un conjunto de reformas: no financiación del déficit público por el Banco de España, ni directa ni indirectamente (regla hoy no cumplida); separación total del Banco de España del Tesoro, lo que debe permitir un manejo óptimo por este último de la deuda pública; principio de responsabilidad fiscal (*no bail out*), en virtud del cual ningún Tesoro podrá salvar su situación de insolvencia acudiendo a otros países; además del conjunto de normas dirigidas a limitar los déficit públicos «excesivos»,

normas aún pendientes de concreción y aprobación, pero que parece que incluirán el cumplimiento de dos condiciones: establecimiento de un límite a la relación deuda pública/PIB, comprometiendo un descenso si la relación supera un valor determinado —se ha manejado el 60 por 100, por ejemplo—, límite que no plantearía a España ningún problema dada nuestra *ratio* actual —43 por 100—, y fijación del importe anual del déficit, estableciendo un tope al déficit público respecto del PIB en torno al 2-3 por 100, criterio alcanzable por la Hacienda Pública española, pero que requiere una firme voluntad política.

De modo que la necesidad de una reforma en el comportamiento de la Hacienda Pública democrática debe basarse en su contribución al acercamiento de nuestra economía a la de los países comunitarios y en su necesaria convergencia para lograr ese acercamiento. Esa reforma, que es imperativa para contar con una política presupuestaria que colabore con la política monetaria y el comportamiento de las rentas, debe permitir cumplir con las reglas —hoy en proceso de definición— del Tratado de la Unión Económica y Monetaria.

La importancia decisiva de esta grave ausencia de la política presupuestaria y del comportamiento de las rentas en la convergencia hacia una mayor estabilidad de precios, no debería hacer olvidar otro defecto de la política económica española: la limitación y la tardanza en la adopción de las llamadas «políticas de oferta» o de reforma estructural (que se consignan en el esquema 1).

El conjunto de estas políticas ha sido inventariado, recientemente, por el Ministro de Economía y Hacienda, anunciando las líneas de actuación en las que pretende concentrarse en el futuro la política económica del gobierno. Sería injusto ignorar las reformas que ya se han incorporado a nuestro sistema económico en años pasados: la reforma del sistema de contratos del mercado de trabajo, las realizadas en el sistema financiero y, sobre todo, las que ha supuesto la integración de España en la CE, con la liberalización exterior y la adopción de las directivas comunitarias.

Es lo cierto, sin embargo, que, pese a esas decisiones, muchas reformas estructurales que tratan de llevar a cabo las llamadas «políticas de oferta» eran —y aún son— reformas pendientes en España.

A la cabeza de éstas figuran las reconversiones industriales que se emprendieron en la década crítica, y cuyas limitaciones se están comprobando diariamente en los años noventa, sin haberse con-

cretado suficientemente su contenido en la actualidad.

La liberalización exterior, favorecida por el cumplimiento del Tratado de Adhesión a la CE, cuenta también con algunos flecos pendientes —eliminación de las restricciones cuantitativas frente a los países del GATT y los denominados países de comercio de Estado— que se han reconocido, y para los cuales se ha prometido una inmediata revisión.

El gran compromiso, reciente y laudable, del gobierno es la anticipación en un año de las medidas de liberalización de los movimientos de capital. Habrá que esperar al cumplimiento de ese plazo, a finales de 1992, para comprobar el contenido de esas disposiciones liberalizadoras. Con todo, deben ser bien venidas por sus positivos efectos sobre la vida económica española.

La liberalización interna, con el fin de activar la competencia en los mercados de bienes y servicios, constituye un núcleo duro de las políticas de oferta, y para ellos se han prometido, una vez más, la llegada de más competencia, promesa presidida por una gran inconcreción que sería conveniente eliminar.

Más precisas son las reformas prometidas para ganar flexibilidad en el mercado de trabajo, que responden a cuatro criterios: reducción significativa en las modalidades de contratación (salvando el contrato temporal de fomento del empleo); poda de la compleja y anticuada relación de ordenanzas laborales; variación de los sistemas de protección al desempleo, y reforma —reiteradamente anunciada y siempre aplazada— de los sistemas de formación profesional. Con todo ello, y a pesar de esas reformas, seguirán vigentes las diferencias entre la situación laboral de los trabajadores con contrato ilimitado y la de quienes se hallan en situaciones de contratación temporal, división que segmenta el mercado de trabajo. Una segmentación que —como afirmaba el *Informe* de la OCDE sobre España de 1990— se debería reformar con valentía, por la impopularidad de las decisiones necesarias.

No deberían olvidarse las reformas pendientes en el campo del sector público, que forman parte —y parte importante— de ese componente de los cambios estructurales. Esa política exige, en primer término, ganar eficiencia en los programas de gasto público que presentan problemas importantes (conseguir el control del gasto público que permita reducir el elevado porcentaje de los gastos comprometidos; mejorar el presupuesto de gastos fiscales; lograr una utilización eficaz de los recursos asignados a la inversión pública, con la aplicación rigurosa de las técnicas coste-beneficio y cos-

te-eficacia; realizar controles de auditoría, y revalorizar el Presupuesto como elemento de disciplina del gasto público; utilizar la provisión pública sin producción pública directa en áreas como la sanidad y la educación; en la misma dirección cabe incluir la profundización de la política de privatizaciones de empresas públicas, frente del déficit público y aumento del gasto público a plazo medio). En segundo lugar, de esas reformas estructurales forman parte los cambios pendientes en la imposición (en orden a conseguir mayor eficiencia y neutralidad de los impuestos, y su simplificación, y a afrontar la competitividad de la imposición europea).

El que muchas de esas reformas necesarias, a las que nos hemos referido, constituyan reformas *prometidas* revela, al menos, la existencia de un hecho: la tardanza en su adopción; lo que, unido a sus limitaciones, ha dañado el ritmo de convergencia de España con los *países centrales* de la CE.

7. La experiencia vivida por la economía española en los años de recuperación económica que van de 1985 a 1991 deja un sedimento de enseñanzas valiosas que no tenemos derecho a ignorar, porque esa ignorancia la pagaríamos al coste inaceptable de nuestra divergencia con la Europa comunitaria y con la pérdida de la oportunidad histórica que significa la política de integración europea por la que España ha apostado y en la que tanto se juega.

El último *Informe Anual* de la Comisión de las Comunidades Europeas 1990-1991 ha vuelto a insistir, en un tono conminatorio no exento de cierto dramatismo, en las recomendaciones para desarrollar el potencial económico de la Comunidad, y en la necesidad de avanzar en el proceso de convergencia para afrontar con éxito la integración y el proceso de unión económica y monetaria. Escuchar esas recomendaciones equivale, en España, a atender a las enseñanzas de nuestra experiencia y llenar la agenda con los deberes de la política económica que debería aplicarse. Desearía traer a la atención de los asistentes a estas Sesiones de Trabajo de Tesorería esas recomendaciones de la Comisión, en la esperanza de que encuentren audiencia en nuestra sociedad para conseguir esa convergencia económica con los países de la CE en la que nos jugamos nuestro destino. Tres son esas recomendaciones de la Comisión de las Comunidades Europeas:

1.^a Afirmar el potencial de crecimiento y creación de empleos que reside en el mercado interior

europeo. El deterioro de las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la CE no altera la valoración positiva de la economía comunitaria. Si se aplican las políticas económicas adecuadas, la confianza se restablecerá y la actividad inversora recobrará su dinamismo, llevando a una nueva creación de puestos de trabajo. No es al margen de los deberes de convergencia de las economías de la Comunidad donde se encuentra el secreto del acercamiento a los mayores niveles de producción y bienestar. El mercado interior europeo constituye el punto de apoyo para impulsar el desarrollo económico de los países de Europa.

2.^a El primer mandamiento de la política económica de desarrollo, que puede lograrse con la integración europea, reside en el mantenimiento de un clima de estabilidad monetaria, condición inexcusable para el crecimiento económico.

Ese clima de indispensable estabilidad requiere la aplicación de una *política estricta y general de demanda*. Es en ese frente en el que las recomendaciones de la Comisión y la propia experiencia española apuntan a los defectos que deben corregirse.

En primer lugar, a los que presenta la política presupuestaria para acompañar a la política monetaria y reducir sus costes, y para ayudar al aumento del ahorro total de la economía que reduzca sus desequilibrios con la inversión. Consolidar los gastos presupuestarios nominales, disminuyendo su participación en el PIB, y reducir el déficit público constituyen las dos asignaturas pendientes de nuestra Hacienda Pública. La caída en los ritmos de crecimiento del PIB ha hecho más difíciles, pero no menos importantes, estos dos deberes, porque ese menor dinamismo de la economía se ha traducido en ingresos menores por impuestos y en mayores gastos públicos, ensanchando el déficit público. Tanto la Comisión de las Comunidades, ahora, como el *Informe* del Fondo Monetario Internacional, antes, han recomendado que ese deterioro cíclico que pesa sobre la Hacienda Pública *no se refleje en el saldo presupuestario*, como ha sucedido.

Por otra parte, la política monetaria deberá tender a la reducción de la inflación de los precios internos y al mantenimiento de los tipos de cambio. En ausencia de un mayor apoyo de la política presupuestaria, y a menos que las presiones inflacionistas remitan claramente, la política monetaria no podrá relajarse en modo alguno, porque debe garantizar, a toda costa, la reducción de las tasas de inflación.

Moderar el crecimiento de las rentas (salarios, intereses, tipos de beneficio) constituye una política de aplicación indispensable, reclamada por la consecución del crecimiento en condiciones de estabilidad. Este crecimiento más pausado de las rentas debe perseguirse no sólo moderando sus exigencias de crecimiento, sino también con medidas de reforma estructural que actúen sobre los mercados de trabajo, sobre los mercados financieros y reforzando la competencia en los mercados de bienes y servicios para impedir la aplicación de márgenes de beneficio excesivos, tales como los que hoy se registran en el sector de bienes no comercializables (no sometidos a la competencia exterior).

3.^a Esa política de demanda, estricta y general, debe ser complementada con las políticas de reforma estructural o políticas de oferta, que demandan la realización del mercado interior europeo mediante una acrecida competencia y la práctica de reformas que mejoren la competitividad y, con ella, la eficiencia de los distintos mercados internos de bienes, de servicios, de trabajo y financieros, y que reclaman también las reformas del sector público en la eficiencia de su gasto y en el reparto de la imposición.

8. ¿Hasta qué punto la política económica programada para 1992 recoge esas recomendaciones de la Comisión de las Comunidades Europeas, que tan bien reflejan las enseñanzas que se desprenden de la experiencia española en los años pasados, y a las que me he referido, detenidamente, en mi exposición?

Para contestar a esta difícil y comprometida pregunta es necesario conocer los resultados a los que desea llevar la política económica a nuestra economía en 1992. El cuadro núm. 2 nos dice cuáles son los objetivos y comportamientos previstos para la economía española en el próximo año, y los que se supone que se habrán alcanzado en 1991, según las valoraciones oficiales. Varias son las consecuencias que se desprenden de esas predicciones contenidas en el cuadro núm. 2, convertidas en objetivos oficiales para la economía española en 1992:

1.^a La tasa de crecimiento nominal del gasto nacional se sitúa en el 9 por 100 (la misma que en 1991). Ese objetivo muestra ya el abandono de la convergencia de nuestro gasto nacional con el programado para las economías centrales de la CE (que fijarán como objetivo en este ejercicio el 6 por 100). Es ésta una pérdida importante y significativa.

2.^a El objetivo de la tasa real de desarrollo del PIB en 1992 sería de 3,2 por 100, lo que obliga a contener la inflación, medida por el deflactor del PIB, en 5,5 por 100, tarea difícil teniendo en cuenta la inercia inflacionista heredada de 1991 (en torno al 6 por 100) y, sobre todo, los aumentos de la imposición indirecta que incorpora la Ley de Presupuestos: elevación en un punto del tipo general del IVA, aumento de siete pesetas/litro en gasolinas y gasóleos de automoción y 10 por 100 de aumento en el impuesto sobre las labores del tabaco. Esas elevaciones en la imposición sobre el gasto aumentarán las *expectativas inflacionistas* en el comienzo del año y dificultarán la consecución del objetivo del crecimiento de precios.

3.^a Esas dificultades planteadas por la política impositiva a la estabilidad no serán las únicas provenientes de la política presupuestaria de 1992. Y ello debido a las previsiones normativas sorprendentes que el Presupuesto de 1992 establece para los aumentos del gasto y déficit públicos. Correctamente computados, los aumentos del gasto público en 1992 no son los confesados en el Presupuesto, sino los que se siguen de una comparación correcta de los gastos públicos totales, que ascienden no al 14,4 por 100, sino al 15,1 por 100, tras homogeneizar las cifras de 1991 y 1992; esto es: 15,1 por 100 de aumento del gasto público frente al 9 por 100 de aumento previsto del gasto nacional. La presión del sector público, que estas cifras manifiestan, sobre el gasto nacional es clara y niega cualquier pretensión de contar en 1992 —como se había prometido y era coherente— con un presupuesto restrictivo y con una política presupuestaria que contribuyera a la estabilidad de la economía. Valorada desde el Presupuesto de 1992, hay que confesar que la política presupuestaria no se ajusta a las recomendaciones de la Comisión de las Comunidades ni a las enseñanzas de nuestra experiencia; en 1992, no facilitará las tareas de la política monetaria. Por otra parte, ese aumento de gastos de 1992 se concentra, exclusivamente, en gastos corrientes: los gastos de política social, que explican el 51 por 100 del aumento del gasto; el 28,7 por 100 en los gastos de deuda pública; las transferencias a comunidades autónomas, del 11,6 por 100, y la participación de las Comunidades Europeas, que asciende a 6,3 por 100. Sumando esas partidas, obtenemos un total del 97 por 100 del aumento del gasto público, lo que supone una reestructuración decidida a favor de los gastos corrientes y en contra de los gastos de inversión. Gastos, estos últimos, precisos para el desarrollo de la economía, y cuya participación cae de manera significativa. Los gastos de infraestructura serán

CUADRO NUM. 2
PROYECCIONES MACROECONOMICAS
(Cifras oficiales)

	1991 (p)	1992 (p)
PIB y agregados (Incremento % real)		
Consumo privado nacional	2,9	3,1
Consumo público	4,0	3,5
Formación bruta de capital fijo	3,4	5,0
Inversión en construcción	7,0	5,0
Inversión en bienes de equipo	-2,0	5,0
Demanda nacional de <i>stocks</i>	3,3	3,6
Exportación de bienes y servicios	7,2	7,8
Importación de bienes y servicios	8,6	8,0
Producto Interior Bruto	2,7	3,3
PIB (miles de millones de pesetas corrientes)	54.944	59.883
PIB (miles de millones de pesetas 1986) ..	40.066	41.374
Precios y costes (Incremento %)		
Deflactor del PIB	6,8	5,5
Deflactor consumo privado nacional	5,8	5,3
Remuneración media por asalariado	7,8	6,0
CLU del total de la economía	5,7	4,3
Mercado de trabajo		
Empleo total (miles de personas)	12.667	12.870
Incremento en miles	88	203
Incremento en porcentaje	0,7	1,6
Desempleo (miles de personas)	2.383	2.331
Incremento en miles	-58	-52
Incremento en porcentaje	-2,4	-2,2
Tasa desempleo	15,8	15,3
Sector exterior		
Saldo Comercial (FOB-CIF) (miles de millones de pesetas)	-3.442	-3.815
En porcentaje del PIB	-6,3	-6,4
Saldo exterior por c/c (miles de millones de pesetas) (1)	-1.454	-1.596
En porcentaje del PIB	-2,6	-2,7
Administraciones públicas		
Necesidad de financiación de las AA.PP. (Porcentaje PIB)	-3,5	-3,1
Déficit de caja del Estado (miles de millones de pesetas)	-1.270	-977
En porcentaje del PIB	-2,3	-1,6

(1) En términos de C.N. (necesidad de financiación frente al resto del mundo)

(p) Previsión.

Fuente: Informe Económico y Financiero.

Proyecto Presupuestos Generales del Estado. Año 1992.

utilizados, una vez más, en 1992 para cuadrar el Presupuesto.

El déficit público tampoco mejorará en 1992. Se ha abandonado la política tendente a su eliminación en 1993, y su cuantía en 1992 se ha cifrado en 3,1 por 100 del PIB, valor difícilmente alcanzable no sólo por el acostumbrado crecimiento de los gastos públicos por encima de los niveles presupuestados, sino por la descentralización del déficit que proviene del creciente endeudamiento de las haciendas autonómicas.

4.^a El crecimiento de los salarios en 1992 desempeñará un importante papel para lograr los objetivos del crecimiento de la producción real y de la ocupación, y para la recuperación radical que se ha supuesto que afectará a la tasa de inversión de la economía. La predicción del objetivo del aumento salarial se sitúa —según las cifras del cuadro número 2— en el 6 por 100, que es el que se supone compatible con los aumentos de precios y los objetivos deseables de desarrollo y de empleo, pero cuya realización no cuenta con suficientes garantías, dadas las inercias que dominan el crecimiento de los salarios (8 por 100), la firme oposición manifestada por las centrales sindicales y el fracaso del pacto de competitividad. Si el crecimiento de los salarios mantuviera su inercia de 1991, creciendo a tasas similares en 1992, disminuirían los aumentos previstos en la demanda y producción en términos reales, elevándose la inflación por encima del objetivo del 5,5 por 100 del IPC.

5.^a La recuperación prevista para la inversión en bienes de equipo se sitúa en el objetivo del 5 por 100, pretensión ambiciosa a la vista de la situación actual de las expectativas empresariales, del deterioro de los márgenes de explotación de las empresas en 1991 y del futuro de los tipos de interés y el crecimiento salarial.

6.^a El año 1992 no contará con una política presupuestaria que ayude a la política monetaria a conseguir los comprometidos equilibrios de la economía. El signo de la política presupuestaria es expansivo por el crecimiento del gasto público, por las expectativas de inflación abiertas por la política impositiva y por el estancamiento del déficit público. Tampoco se dispondrá de una política de rentas, cuyo comportamiento suscita de cara al año próximo preocupaciones fundadas, en particular sobre el ritmo de crecimiento de los salarios. Carente de estas alternativas, la política económica garante de los equilibrios de la economía será, una vez más, la imprescindible política monetaria, que va a tener dificultades e incertidumbres con las que antes no contaba, en una especie de «más difícil todavía» que la espera en 1992. Esas dificultades e incertidumbres de la política monetaria se hallan en un conjunto de posibles perturbaciones financieras que afectarán a la relación entre objetivos monetarios y la variación del gasto nominal y el

PIB. Esas perturbaciones financieras se iniciarán desde el comienzo del año con la liberalización prometida de los movimientos de capitales, que afectará a los activos exteriores en manos del público y a los posibles aumentos de financiación recibidos del exterior, perturbación conocida a la que acompañarán otras previsibles a lo largo del ejercicio (efectos de la regularización fiscal, marcha del desarrollo de los fondos de inversión, por ejemplo). A esas perturbaciones conocidas y esperadas deben añadirse las perturbaciones no previstas, que la política monetaria deberá interpretar y a las que habrá de responder con sus decisiones. Por este motivo, la política monetaria de 1992 no lo va a tener fácil, porque va a continuar estando sola en un mundo que le han complicado —como siempre, pero quizá más que nunca— la política presupuestaria y el comportamiento a que apuntan las rentas en 1992.

9. Contemplada, desde mi perspectiva personal, la política programada para 1992, no presenta unos resultados alentadores. Nada desearía tanto como la rectificación de esos rasgos que alcanzo a ver en el incierto y complejo 1992. Pero confieso que no lo he conseguido, a pesar de haberlo intentado. Otros ojos distintos de los míos quizás alcancen a ver un año 1992 más brillante, menos incierto y menos comprometido. Me gustaría que así fuera, y que las perspectivas que he presentado tuvieran que rectificarse por una marcha distinta de los acontecimientos.

Sin embargo, no lo creo. Lo que creo es lo que he expuesto, que bien sé que puede no ser un mensaje agradable ni popular, pero es el que transmiten las premisas de la política económica y los comportamientos de los agentes económicos con los que contamos. Si a ellos se atiende, nada resultaría tan conveniente como completar la política económica con la que contamos para lograr esa convergencia europea que tanto necesitamos. A evaluar y exponer esas actuaciones necesarias de la política económica se han dirigido mis palabras.

NOTA

(*) Texto íntegro de la conferencia pronunciada por el profesor Fuentes Quintana, el día 15 de noviembre de 1991, en las X Sesiones de Trabajo de Tesorería celebradas en Pamplona.

LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA DESDE LA PERSPECTIVA ESPAÑOLA (*)

Pedro PEREZ FERNANDEZ

A lo largo de estos dos días, han tenido ustedes la oportunidad de oír de boca de destacados especialistas y protagonistas, como el doctor Schlesinger, su visión acerca del proceso para la creación de una unión económica y monetaria en el ámbito de la Comunidad. Permítanme que aproveche la clausura de este acto para expresarles mi opinión sobre la trascendencia del objetivo y las características del proceso que ha de conducir a la creación de esa unión en Europa durante la presente década.

Para ello, organizaré mi exposición en tres partes, al objeto de cubrir los aspectos fundamentales del tema.

En primer lugar, y para despejar las dudas que aún algunos puedan abrigar, me referiré a por qué es necesaria la creación de una unión económica y monetaria en este momento particular de la construcción comunitaria. En segundo lugar, destacaré cuáles son los aspectos fundamentales para asegurar el éxito del proyecto y qué papel ha jugado España en la Conferencia Intergubernamental, y concluiré refiriéndome a qué estamos haciendo desde el gobierno para que España pueda aprovechar óptimamente la oportunidad que se le abre en ese contexto.

I. LA UNION MONETARIA: UN DESARROLLO NECESARIO DEL MERCADO UNICO

Poco tiempo después de iniciarse los trabajos conducentes a la creación del mercado único fue tomando fuerza la idea de que, para cosechar todos los beneficios que, en términos de mayor eficiencia y bienestar, se podían derivar de dicho proyecto, era necesario completarlo mediante la creación de una unión monetaria. Las razones eran evidentes, sin esa unión la volatilidad e incertidumbres cambiarias impedirían desarrollar todo el potencial anejo al proyecto del mercado único. Es evidente que si el objetivo de ese mercado único

es eliminar todas las barreras físicas, técnicas y fiscales para que un bien registre el mismo precio en cualquier punto del mercado comunitario, con la única diferencia del coste de transporte, el hecho de que, de la noche a la mañana, una alteración cambiaria pueda dar lugar a cambios en los precios de ese mismo bien entre diferentes puntos del territorio comunitario impediría derivar gran parte de los efectos positivos que se pueden obtener en un mercado único.

Asimismo, había que evitar los peligros de inestabilidad que, en el marco del Sistema Monetario Europeo (SME), se podrían registrar como consecuencia de la plena liberalización de los movimientos de capital, que es una de las piezas fundamentales del mercado interior.

Por último, también había que superar las limitaciones que de esa liberalización de los movimientos de capital se podrían derivar para la eficacia de la política monetaria en su objetivo de conseguir la estabilidad de los precios.

Por todas estas razones, parecía claro que el proyecto del mercado único necesitaba del desarrollo paralelo de una unión monetaria, que vendría caracterizada como una zona en la que las diferentes monedas estarían relacionadas, en una primera fase, por un sistema de tipos de cambio fijos, pasando en una segunda fase a la existencia de una moneda única, que es una opción superior y, consiguientemente, más eficiente que la de la simple fijación de las paridades cambiarias. Es evidente que una moneda única solamente puede existir si existe un banco central responsable de su manejo a través de una política monetaria común para el área.

Las ventajas de esa unión son claras: desaparecen las restricciones de balanza de pagos en lo que se refiere a las transacciones intracomunitarias, disminuye la necesidad de reservas externas, disminuyen los costes de transacción entre monedas y caen las primas de riesgo implícitas en los

tipos de interés como consecuencia de la incertidumbre cambiaria.

Todos estos aspectos son de gran trascendencia para las posibilidades de crecimiento y bienestar de nuestro país. Baste recordar que el desequilibrio exterior ha sido la vía tradicional de estrangulamiento en nuestro proceso de crecimiento, y que las primas de riesgo cambiario implícitas en los tipos de interés han sido, en el caso de España, más elevadas que en la mayoría de nuestros socios comunitarios.

Si pensamos que los beneficios que se pueden extraer en los otros dos aspectos —abaratamiento de los costes de transacción y gestión más eficaz de las reservas exteriores— son semejantes para todos los países, la conclusión evidente es que España se puede beneficiar comparativamente más que otros países miembros de la creación de una unión monetaria en Europa.

En cuanto a los costes, se alude a los que se derivarían del abandono de la política de manejo del tipo de cambio. En este sentido, conviene reiterar una vez más que el manejo del tipo de cambio no restaura, por sí solo, la competitividad de un sistema. El manejo del tipo cambiario sólo sirve a ese fin cuando va inserto en un cuadro fuertemente restrictivo de política fiscal, monetaria y salarial. Luego si la restauración de la competitividad sólo se puede conseguir a través de la disciplina macroeconómica, parece mejor opción mantener ésta de forma permanente antes que vernos confrontados periódicamente a digerirla en grandes dosis.

En resumen, y frente a aquellos que argumentan que hay un coste en el proceso de creación de una unión monetaria por la pérdida de autonomía en materia cambiaria, yo quiero subrayar que ese coste no existe si la sociedad, en su conjunto, está dispuesta a mantener y acrecentar la competitividad del sistema mediante el esfuerzo cotidiano por mantener los costes en línea con lo que la competencia exige.

II. LOS ASPECTOS BASICOS DEL PROYECTO DE UNION ECONOMICA Y MONETARIA

Permítame que pase ahora a referirme a lo que considero son los aspectos básicos para el éxito de la unión. Estos aspectos son tres: la convergencia, la coordinación de las políticas económicas y la cohesión económica y social.

1. Convergencia

El funcionamiento eficiente y sin tensión de una unión monetaria exige de un elevado grado de con-

vergencia en un conjunto de parámetros económicos. Entre éstos, hay tres fundamentales: la inflación, las finanzas públicas y la estabilidad cambiaria.

La inflación es un indicador sintético de las tensiones de costes en un país y, en consecuencia, de la evolución de su competitividad. En un sistema de paridades fijas, el país con más baja inflación acrecienta su competitividad, y a través de ella mejoran su volumen de producción y su nivel de empleo, y lo contrario ocurre en los países con niveles altos de inflación. La existencia de disparidades significativas en el terreno de la inflación entre países que forman una unión monetaria es incompatible con el funcionamiento sin tensiones de ésta.

Por su parte, el mantenimiento de una posición sana de las finanzas públicas es determinante tanto para el potencial de crecimiento del país en cuestión como para evitar los efectos negativos que un déficit excesivo, y el consiguiente crecimiento de los niveles de deuda pública, tendrían sobre los tipos de interés en el área.

Finalmente, la estabilidad cambiaria es un requisito obvio en la fase previa a la fijación irrevocable de los tipos de cambio.

2. Coordinación de las políticas económicas

Para favorecer ese proceso de convergencia, se requiere de una progresiva coordinación de las políticas económicas. Esa coordinación no debe limitarse al ámbito de las políticas monetaria y fiscal, sino que debe cubrir también el campo de las políticas estructurales. Mediante las primeras, se trata de asegurar que la política macroeconómica está orientada a la estabilidad de los precios. Mediante el impulso de las reformas estructurales, se asegura que el sistema aumenta sus niveles de eficiencia, de forma que se pueda conseguir el máximo crecimiento potencial en un marco de estabilidad.

Pero la convergencia es difícil que se produzca si no se crean los mecanismos y las instituciones que la impulsen. El énfasis sobre este principio, y las propuestas acerca de los mecanismos e instituciones que a nuestro juicio parecían necesarias, ha sido una constante de la posición que España ha venido defendiendo tanto durante la fase de preparación como en la Conferencia Intergubernamental propiamente dicha.

En este sentido, España presentó en la reunión informal del Consejo de Ministros de Economía y

Finanzas, celebrada en Roma el 8 de septiembre de 1990, una propuesta de compromiso que hoy, poco más de un año más tarde, se puede calificar de documento histórico por su influencia tanto en la orientación de los debates de la Conferencia Intergubernamental como en las conclusiones que se alcanzarán en la cumbre de Maastricht, que se celebra en el mes de diciembre.

Tanto en la intervención del Ministro de Economía y Hacienda en Roma como en el documento titulado «Sin cambiar de rumbo» que, como ampliación de aquella exposición, se hizo llegar a los restantes miembros del Consejo de Ministros, y que los interesados pueden consultar en la publicación de la Secretaría de Estado de Economía *La Unión Económica y Monetaria: El estado de los debates*, se exponía, de una forma simple y coherente, el calendario apropiado para cada una de las fases del proceso; el marco institucional y operativo que podría garantizar la necesaria convergencia económica durante el período de tránsito y, finalmente, el establecimiento de condiciones objetivas para el paso de una etapa a la siguiente.

En síntesis, España se pronunciaba por una primera etapa que debería extenderse hasta el 1 de enero de 1994, y durante la cual desaparecerían todas las restricciones a los movimientos de capital, todas las monedas se integrarían en la banda estrecha del SME y el mercado único sería una realidad. Al mismo tiempo, se tendría que haber eliminado de forma definitiva el recurso de los tesoros públicos a los bancos centrales, y éstos deberían gozar de plena independencia respecto a sus gobiernos para el diseño y manejo de la política monetaria.

La segunda etapa estaría marcada en su inicio por la creación de una institución monetaria, dotada de independencia, con la misión de fortalecer la coordinación de las políticas monetarias, favorecer la estabilidad de los precios, asumir la responsabilidad de supervisión del Sistema Monetario Europeo, potenciar el desarrollo del ecu y preparar el marco legal y operativo del futuro Banco Central Europeo.

Esta visión sobre la forma de organizar el tránsito hacia una unión económica y monetaria, fruto del esfuerzo conjunto de los doce países miembros, y no sólo de unos pocos, dotada de un calendario preciso, de condiciones objetivas y de instituciones que la impulsen, fue esencialmente respaldado por la cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno celebrada en Roma, en diciembre de 1990, e incorporada en sus principales extremos al borrador de Tratado que se discutirá en Maastricht.

3. Cohesión económica y social

Permítanme que, para concluir este apartado, me refiera ahora al tema de la cohesión, que va ciertamente al núcleo más sensible del concepto de unión económica.

Es de todos bien conocido que, como fruto de su proceso de gestación histórica, el presupuesto de la Comunidad no es adecuado a las exigencias de una unión política, económica y monetaria, basada en los principios de eficiencia, estabilidad y equidad.

Bastará señalar que su exiguo tamaño limita *a priori* su potencial eficacia en el contexto de una política monetaria plenamente centralizada, que su estructura de ingresos resulta en buena medida regresiva y que el grueso del gasto comunitario, lejos de favorecer un eficiente funcionamiento de los mercados, constituye un mecanismo de redistribución de rentas de dudosa equidad que entorpece la eficiente asignación de recursos.

De ahí que, para evitar las consecuencias negativas que para la viabilidad del proyecto tendría la perpetuación de esta situación, el gobierno español haya venido insistiendo en la necesidad de dotar de contenido efectivo al principio de la cohesión.

Un principio que ha sido término de referencia permanente en los sucesivos informes que, a lo largo de la vida de la Comunidad, han tratado de iluminar el camino hacia la unión económica y monetaria. Resultaría ciertamente paradójico que cuando todos los países miembros se aprestan a convertir finalmente en realidad el deseo que durante tanto tiempo acariciaron, se apodere de parte de ellos una suerte de amnesia política y conceptual que les haga olvidar una doctrina sobre el paralelismo entre la unión económica y la unión monetaria que tan lúcidamente ha sido expuesta en todos los documentos preparatorios, tanto del informe Werner como del informe Delors.

En este sentido, España considera que el nuevo tratado debe incorporar no sólo el principio de cohesión económica y social, sino también los mecanismos concretos que aseguren su cumplimiento. Para ello, los ingresos deben responder al principio de prosperidad relativa, un principio perfectamente enraizado en las legislaciones y en las prácticas fiscales de los estados miembros que debe ser trasladado al futuro tratado. Además, hay que potenciar el presupuesto de la Comunidad, cuyo tamaño actual no se corresponde en absoluto con el papel que de él se exige en una unión. Por último, aunque no en último lugar, la política de gastos

debe favorecer el acercamiento de los países menos prósperos de la Comunidad a los estándares medios comunitarios. Un acercamiento que debe ser fruto del esfuerzo individual de cada estado miembro, pero que ha de verse acompañado, y no entorpecido, por la política de gastos de la unión.

III. UNA POLITICA ECONOMICA ORIENTADA A LA CONVERGENCIA

Mencionados, aunque de una forma sintética, los aspectos más relevantes del proceso que ha de conducir a la creación de una unión económica y monetaria en Europa, pasaré a cubrir la parte final de mi exposición refiriéndome a qué estamos haciendo desde el gobierno para que España pueda aprovechar óptimamente la oportunidad que se le abre en ese nuevo contexto.

En este sentido, los esfuerzos del gobierno español han estado dirigidos, de una forma constante, a favorecer la convergencia y a introducir todas aquellas reformas estructurales que contribuyan a flexibilizar nuestros mercados y a aumentar la eficiencia de nuestro aparato productivo, facilitando así el objetivo último de que nuestro país alcance los niveles medios de bienestar que caracterizan a nuestros vecinos más prósperos de la Comunidad.

Un repaso de los resultados conseguidos en el último quinquenio viene a confirmar que es posible hacer compatible la desinflación y la reducción del desequilibrio presupuestario con el mantenimiento de tasas de crecimiento elevadas. Esta compatibilidad es tanto más relevante cuando se advierte que España, para garantizar su presencia en el grupo de países que se embarcarán en la tercera fase de la unión económica y monetaria, deberá continuar realizando avances en el proceso de convergencia nominal, sin que para ello tenga que renunciarse a mantener un crecimiento medio del producto y del empleo superior al que registran los países comunitarios.

La disciplina macroeconómica se configura así como un rasgo permanente de la política económica, de forma que se evite la aparición de desequilibrios o que, si esto ocurre, tal como ha sucedido en el pasado reciente, la reacción de las autoridades sea rápida y contundente, con el fin de reconducir esos desequilibrios y evitar que ello pueda socavar las perspectivas de crecimiento de nuestra economía.

En este punto, quizá convenga hacer algún comentario sobre la situación de la política económica en España en estos momentos, por cuanto pu-

dieran existir dudas o incertidumbres acerca de la inquebrantable voluntad del gobierno de mantener esa política de disciplina macroeconómica. En lo que se refiere a la política monetaria, creo que huelgan los comentarios, puesto que es comúnmente reconocido su carácter restrictivo con el fin de colaborar a la consecución de la estabilidad de precios.

Las preocupaciones han surgido en las últimas semanas en relación al Presupuesto del próximo ejercicio, por cuanto los crecimientos del gasto público y del déficit fijados parecen, a juicio de algunos, romper la tendencia que en este ámbito se venía observando. En este sentido, hay que recordar que hoy no existen los problemas de presión de demanda interna que se registraban hace doce o veinticuatro meses, y que la posición restrictiva o expansiva del Presupuesto hay que juzgarla en función de la posición cíclica de la economía española, y no en términos estáticos. De hecho, y a pesar de las desviaciones que se han observado en 1991, el aumento del déficit público quedará muy por debajo del que se hubiese registrado en función de la disminución de ingresos y aumento del gasto público impuestos por la desaceleración de la actividad económica. Desde esta perspectiva, y siguiendo la metodología del Fondo Monetario Internacional, es fácil determinar que el impulso fiscal del Presupuesto ha sido contractivo en 1991, y lo seguirá siendo en 1992.

En cuanto a las reformas estructurales, creo que el balance de la última década es ciertamente positivo, y no es fácil encontrar países en nuestro entorno que hayan llevado a cabo un esfuerzo reformador y desregulador del calibre del que se ha producido en la economía española, aunque, dicho esto, haya que reconocer que también era muy diferente nuestra posición de partida.

Simplemente a modo de recordatorio, y circunscribiéndome al ámbito de mis responsabilidades como Secretario de Estado de Economía, recordaré que a lo largo de los últimos tres años y medio se ha llevado a cabo una importante transformación de nuestro sistema financiero para ponerlo en línea con los más abiertos y competitivos de la Comunidad. En este sentido, se abrió el acceso a la actividad bancaria que durante décadas había estado cerrado; se eliminaron las limitaciones operativas que existían para que las cajas de ahorros desarrollaran su actividad fuera del ámbito geográfico fundacional; se desarrollaron nuevos instrumentos para que las cajas pudiesen ampliar su base de recursos propios, mitigando así una de las diferencias competitivas que limitaba la capaci-

dad de expansión de su actividad frente a la banca; se ha eliminado el coeficiente de inversión obligatoria; se ha transformado el coeficiente de caja para que opere como un coeficiente técnico; se ha transformado nuestro mercado de valores, que es hoy mucho más eficiente y transparente que en el pasado; se han desarrollado los fondos de pensiones; se ha adaptado el cuadro legal y el tratamiento fiscal de los fondos de inversión; se ha reformado el mercado hipotecario, y se ha liberalizado el sector de seguros, cuyo marco regulatorio no tiene nada que ver con el que existía hace tan sólo cinco años.

Esta lista, que no trata de ser exhaustiva, es sólo una muestra de nuestra dedicación a esta tarea, y se verá ampliada a lo largo de los próximos meses con el paquete de reformas anunciado por el Ministro de Economía y Hacienda el pasado 19 de septiembre en el Congreso de los Diputados, del que destacaré la liberalización de los movimientos de

capital un año antes de la fecha comprometida con la Comunidad y el envío a las Cortes de un nuevo estatuto del Banco de España, que le dotará de independencia para la fijación de los objetivos e instrumentación de la política monetaria.

Espero que, a través de este breve repaso, haya podido despejar las dudas que algunos pudieran tener sobre la inquebrantable voluntad del gobierno de mantener esa combinación de disciplina macroeconómica y reformas estructurales, que fueron la base del crecimiento de la economía española durante el último quinquenio, y que continúa siendo la mejor fórmula para asegurar la prosperidad futura.

NOTA

(*) Conferencia de clausura de las X Sesiones de Trabajo de Tesorería.

CLAUSURA DE LAS X SESIONES DE TRABAJO DE TESORERIA

Juan Cruz ALLI ARANGUREN
Presidente del Gobierno de Navarra

Diez años han transcurrido desde que la Caja de Ahorros de Navarra, en colaboración con la Fundación FIES, tuvo la idea de reunir, a mediados del mes de noviembre, a quienes estamos especialmente interesados por el amplio abanico de problemas que suscita la gestión de la Tesorería en las entidades financieras.

Una década que no sólo nos ha proporcionado la ocasión de escuchar las opiniones de un selectísimo grupo de técnicos, expertos, y profesionales y autoridades del más alto nivel en el área económica, sino también —y a ello damos un especial valor— la oportunidad de iniciar, o de continuar, unas relaciones de amistad y de conocimiento personal de las que nos encontramos especialmente orgullosos.

Por ello, debo, en primer término, agradecer, sinceramente, la gentileza que han mostrado quienes han aceptado nuestra invitación y han convivido con nosotros en estos días y en las anteriores ocasiones.

Sabemos muy bien que no es fácil hallar un hueco en las apretadas agendas de trabajo de todos aquellos que nos han honrado con su presencia, y valoramos debidamente su generosidad para con nosotros y, muy especialmente, por parte de quienes han venido de allende nuestras fronteras. Fronteras que, como hemos tenido ocasión de ir comprobando a lo largo de las intervenciones que han tenido lugar durante estos dos días, van a irse borrando en los años venideros.

En los años ochenta se han producido cambios estructurales importantes en el mundo económico, tales como la progresiva integración de la CE, la potenciación de Japón, la incorporación de algunas economías planificadas al orden internacional y el incremento de la diferenciación con el mundo en desarrollo. En los años noventa, la CE intenta una mayor integración económica, que se va a ver directamente afectada por los acontecimientos del Este europeo y de la Unión Soviética. Se han logra-

do importantes éxitos en la denominada «integración negativa», a través de la supresión de barreras al movimiento de capitales, mercancías y mano de obra. Sin embargo, la unión económica y monetaria parece plantear serias dificultades, que se ven agravadas por los cambios políticos en los países del Este, que van a exigir un esfuerzo europeo en la inversión para hacer posible la superación de graves situaciones económicas y sociales que han puesto de manifiesto el fracaso de un modelo político y económico. Los analistas consideran que tanto la atención a dichos países como la admisión de nuevos miembros podrían suponer una concentración de la acción europea en su marco, con reducción de la presencia en la economía internacional. Ello habría de conducir, sin duda, a ampliar las diferencias con los países en vías de desarrollo, que han sufrido en los años ochenta un derrumbamiento económico como consecuencia de las elevadas tasas de interés real, de la reducción de los préstamos bancarios y del descenso del valor de las materias primas, con un endeudamiento que sigue condicionando negativamente su futuro.

Los gobiernos nacionales están perdiendo autonomía para formular su política económica a medida que pierden eficacia los controles sobre el capital, y los mercados financieros se hallan cada vez más integrados, con un incremento de las transacciones internacionales que supera al crecimiento del comercio mundial, como quedó de manifiesto con el descenso sincrónico de los mercados de valores tras la crisis de Wall Street de 1987.

La consecución de la unión monetaria europea, la articulación del sistema de bancos centrales, la «europeización» de las políticas monetarias nacionales, el ensanchamiento de los mercados bursátiles y de las estrategias de las entidades financieras suponen, en definitiva, la ruptura de todo localismo en la concepción de la actividad financiera, y exigen un considerable esfuerzo de adaptación de todas las entidades. Esperemos que, con perseverancia en el trabajo y con imaginación, sepamos

responder a este desafío y lograr una inteligente adaptación al nuevo entorno financiero que se está diseñando ante nuestros ojos.

Cobra, por ello, todo su relieve la celebración de actos como el que ahora me corresponde clausurar, porque en ellos se ofrece la mercancía que más podemos apreciar todos los que hemos de tomar decisiones en el seno de nuestras entidades: información fiable y rigurosa, y análisis de la realidad en que operamos, realizado con criterios estrictamente científicos y técnicos.

Sólo a la vista de estos datos es posible que las entidades implicadas en el proceso articulemos estrategias de actuación que permitan superar las dificultades que inexorablemente hemos de encontrar en nuestro camino.

¿Cuáles son las respuestas que las instituciones financieras españolas pueden dar a tales retos y dificultades?

Es claro que no existe una receta mágica de validez general, y que sería, incluso, pura presunción por mi parte tratar de exponer las grandes líneas maestras por las que han de discurrir las entidades de crédito en el marco del mercado único.

Cinco grandes cuestiones se suscitan, en mi opinión, en los momentos actuales, en las instituciones financieras europeas.

En primer lugar, el *reforzamiento de los recursos propios* y un mayor control de la gestión, que tanto las autoridades monetarias nacionales como comunitarias exigen para afianzar la solvencia y la seguridad de las entidades financieras. La cobertura de los coeficientes legales, en su nueva filosofía, habrá de marcar, como de hecho viene haciéndolo, el rumbo de los negocios, obligando, en ocasiones, a desechar campos de actividad, sustituyéndolos por otros.

En segundo lugar, la nueva frontera europea supone un profundo replanteamiento de la determinación del *ámbito geográfico de actuación* de cada entidad. En el mundo de las cajas de ahorros, es éste un problema que adquiere caracteres específicos y en cuyo análisis no es éste el momento más adecuado para entrar. Acuerdos entre entidades pertenecientes a distintos estados miembros de la Comunidad, apertura de sucursales fuera de las fronteras, fusiones, constitución de asociaciones europeas de interés económico, y otras tácticas que cada entidad diseñe de conformidad con sus posibilidades e intereses, tendrán que ver la luz en los meses y años venideros.

Asimismo, en tercer lugar, en el proceso europeo de adaptación a las nuevas circunstancias, se observa un importante movimiento en la búsqueda —concretamente en el ámbito de las cajas de ahorros— de *nuevas formas jurídicas de organización*, con la pretensión de asegurar una más eficiente gestión financiera. La técnica de conversión en sociedades anónimas de las cajas con forma fundacional, seguida por algunos países, es todavía un mecanismo que se encuentra en el banco de pruebas. En algunos casos, ha supuesto la desaparición de las cajas, como ha ocurrido en Gran Bretaña; en otros, es todavía un proceso en marcha, como en Italia. En todo caso, es un fenómeno que deberemos seguir con atención para sopesar cuidadosamente sus ventajas e inconvenientes.

En cuarto lugar, es preciso señalar que es el nuevo marco europeo el que condiciona el debatido problema de la *dimensión óptima de las entidades*. La idea de que lo pequeño es bello y de que lo importante no es ser más o menos grandes, sino ofrecer rentabilidad y seguridad, están también sometidos a revisión, muchas veces por impulso de las propias autoridades monetarias.

Por último, el papel que hayan de desempeñar las *instituciones centrales* de las cajas de ahorros en el nuevo entorno financiero es también objeto de debate en los foros interesados.

Estos son, a mi juicio, los problemas que han de ser abordados, y para cuya solución es prudente tener en cuenta las recientes recomendaciones que Karl Popper hacía en su discurso de investidura como doctor *honoris causa* por la Universidad Complutense de Madrid, quien nos recordaba la necesidad de un diálogo, en la búsqueda de las soluciones a los problemas, basado en tres principios:

1. El principio de la fiabilidad. «Quizá yo esté equivocado y quizás usted tenga razón, pero los dos podemos estar equivocados.»
2. El principio del diálogo racional.
3. El principio del acercamiento a la verdad con la ayuda del debate.

Pues bien, con este espíritu hemos venido celebrando, un año tras otro, nuestras Sesiones de Trabajo de Tesorería, y esperamos continuar en la misma línea en el futuro.

Sólo me resta, en nombre de la Caja de Ahorros de Navarra, de la Fundación FIES y de la Fundación Internacional de las Ciencias Humanas de París, declarar clausuradas estas X Sesiones de Tesorería, agradeciéndoles de nuevo su asistencia.

**LISTA DE ASISTENTES
A LAS X SESIONES
DE TRABAJO DE TESORERIA**

Abellá Mascarilla, José. Caja de Ahorros de Tarrasa.
Alarcón Yuste, Salvador. Lloyds Bank.
Alcañiz Zapatero, Alejandro. ALBRIM.
Aldanondo Aramburu, Francisco. Caja de Ahorros de San Sebastián y Guipúzcoa.
Algarra, José Antonio. Caja de Ahorros de Valencia.
Alli, Juan Cruz. Gobierno de Navarra.
Almajano Laglera, Ana. Caja de Ahorros de la Inmaculada.
Alonso, Misael. CORBAN.
Alvarez Baquerizo, José. Bancoval.
Alvarez Ruza, Alberto. Eurodeal.
Antón Rodríguez, José Luis. All Trading Dinero, S. A.
Antón, Agustín. Banco Bilbao Vizcaya.
Antón, José Antonio. Fundación FIES.
Aragón Velasco, Dolores. Summaxdeal, S. A.
Arenillas Lorente, Jaime. Corretajes e Información Monetaria.
Arribas Sebastián, M.^a Paz. Banco Urquijo.
Aspachs Alegre, Xabier. Banco de Sabadell Multibanca.

Baena del Pino, Francisco. CORBAN.
Barrera Rubio, Eduardo. Banco Pastor.
Barroso, Paloma. Banco de España.
Bartolomé Castañeda, Antonio. Banco Español de Crédito.
Bartolomé Castañeda, Mateo. Banco Español de Crédito.
Bernal Criado, Angel. Caja de Ahorros de Extremadura.
Bravo Valverde, Carmen. Banco Central.
Busom Ferrer, Manuel. Banca March.

Cañellas Fornes, Francisco Javier. Caja de Ahorros de Baleares.
Cacho de la Hoz, Alfredo. Banco de Progreso.
Cadahia Casla, Mar. Corretajes e Información Monetaria.
Castro, Alfonso. CORBAN.
Cavallé Miranda, Juan. Banco de la Pequeña y Mediana Empresa.
Claudio Quiroga, Francisco Javier. Summaxdeal, S. A.
Clemente Trujillo, Vicente. Banco Español de Crédito.
Cooper, Richard. Banco de Boston.
Cortina García, Antonio. Banco Español de Crédito.
Cruz Parra, Segundo. Banco Español de Crédito.
Cuenca García, José. Caja de Ahorros de Murcia.
Cuevas Díez, Antonia. Telefónica.

Chouraque, Jean-Claude. OCDE.

Diego, Angel de. Banco de España.

Echarri, José Luis. Comunicación Open.
Elías Boada, Juan. Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.
Ereña Sánchez, Ramón. Banco Hispano Americano.
Escribano López, José Miguel. Bilbao Vizcaya Kutxa.
Eseverri Oharriz, Elena. Caja de Ahorros de Navarra.
España Lacalle, Antonio. Caja de Ahorros de Valencia.
Espinilla Rodríguez, Angel. Banco Santander.
Espinosa Iglesia, Gerardo. Capital Markets.

Fanjul Santos, Francisco. Banco Herrero.
Fernández del Campo, Francisco. Banco Comercial Transatlántico.
Fernández Guillén, Marcial. Caja Rural de Asturias.
Fernández Maquieira, Arturo. Banco Inversión.
Fernández Maquieira, Rafael. Eurodeal.
Fernández Valderrama, Luis. Bank of America.
Fernández, María Rosa. All Trading.
Filoso Fernández, Juan Luis. All Trading.
Frechoso Peinado, Fernando. Eurodeal.
Fuentes Quintana, Enrique. Fundación FIES.
Fueyo Bros, Abelardo. Banco Exterior de España.
Fustero Pescador, Carlos. Ibercaja.

Galeano Parrón, Alfonso. Banco de Madrid.
Gallastegui, Javier. Bankoa.
Gallego Chamorro, Mar. Confederación Española de Cajas de Ahorros.
García Alcaraz, José. Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.
García de Bernardo, Bernardo. Caja de Ahorros de Navarra.
García Illanes, José. Banco Arabe Español.
García Mosquera, Ignacio. Banco de Inversión y Servicios Financieros.
Gelpi, María-Rosa. CETELEM.
Gil Pinillos, María Teresa. Caja Rural de Navarra.
Gil, Gonzalo. Banco de España.
Goicoetxea Galarza, María Carmen. Diputación Foral de Vizcaya.
Gómez García, Luis Javier. Tokay Bank Limited.
Gómez López, Iñaki. Capital Markets.
Gómez Sánchez, José Miguel. Corredor de Comercio.
Gómez Somoza, Ramón. Caja de Ahorros de Galicia.
Gómez, Alfonso. CORBAN.
González Alvarez, José Antonio. Banco Guipuzcoano.
González Aparicio, Fernando. Banca Nazionale del Lavoro.
González de Aguilar, Alvaro. ICOPOSTAL.
Guerra Moro, Antonio. Gestión Bancaria Internacional.
Guerra Segura, Montserrat. INTERDIN.
Güil, Enrique. Banco Bilbao Vizcaya.
Gutiérrez Ojanguren, Fernando. Banco Bilbao Vizcaya.

Henares Almansa, Angustias. Caja Rural de Granada.
Heras, Javier. Citibank.
Herrera Fernández, Paloma. Master Mercados Financieros.
Herrero Fernández, Miguel Angel. Sanwa Bank Limited.
Hontoria Gaya, Marisa. Abogada.
Humera Fernández, Antonio. Banco Natwest.

Iñiguez Orejón, Javier. Summaxdeal, S. A.
Iglesias Ruiz, Víctor. Ibercaja.
Iglesias Souto, Vicente. Caja Postal de Ahorros.
Iranzo, Juan E. UNED.

Jiménez Blázquez, Margarita. Algemene Bank.
Juncosa Castilla, Enric. Banc Internacional Banca Mora.

Kertudo, Jean. Banco de Basilea.

Laviñeta Jaso, Ana. Banco Zaragozano.
Linares, Francisco. Banco de España.
López Bartels, Juan. Banco 21.
López Gallego, José. Caja de Ahorros de Burgos.
López López, Antonio. Unicaja.
López Montoya, Isabel. Banco de España.
López Peredo, Asunción. Banco Santander.
López Rubio, Pilar. Caja Rural de Granada.

López Serna, Venancio. Banco Santander de Negocios.
Luis de la Hera, José María. Banco Santander.

Llano Cifuentes, Ignacio. Ficambio Mercado Interior.

Magencio Mate, Charo. Banco de Madrid.
Malo de Molina, José Luis. Banco de España.
Martín Barragán, Adolfo. Banco de Crédito Local.
Martín Gonzalvo, Francisco. Banco Central.
Martín Macías, Eduardo. Summaxdeal, S. A.
Martín Pliego, Javier. Master Mercados Financieros.
Martínez Aguinaga, Francisco. Caja de Ahorros de Pamplona.
Martínez de la Torre, Antonio. Caja Rural de Valencia.
Martínez de Marigorta, Carmen. Caja Laboral Popular.
Martínez Torrecilla, Jesús. Caja de Ahorros de La Rioja.
Masanes Torra, José. Caja de Ahorros de Manresa.
Medina, José Luis. Banco Santander.
Melón Gil, Santiago. Banco de Finanzas e Inversiones.
Menéndez Miranda, Alejandro. Sumitomo Bank.
Mestre Martínez, Ernesto. Banco de la Pequeña y Mediana Empresa.
Mestre Morillas, Francisco Javier. Capital Markets.
Monsalvo Muñoz, Manuel. All Trading Dinero, S. A.
Mora, Jordi. Banc Internacional Banca Mora.
Moreno Agulló, Pedro. Commerz Bank.
Moreno Alcántara, José Luis. Summaxdeal, S. A.
Muñoz Ramírez, Manuel. Fuji Bank Limited.

Navas Díaz, Ignacio. BBV Interactivos.
Negrete Vidal, Luis. IBERCORP.
Núñez Echevarría, Elena. Corretajes e Información Monetaria.
Nuño García, M.^a José. INTERDIN.

Ochoa Mazo, Javier. Banco Exterior de España.
Ortega Mateos, Miguel Angel. Corretajes e Información Monetaria.
Ortega Zurdo, Julio. Intermoney.
Ortega, Raimundo. BBV Interactivos.
Ortiz Ruiz, Aurora. GESMOSA.

Palacios Catdevilla, Guillermo. Banco de Finanzas e Inversiones.
Pallarés Añón, Guadalupe. Banco de Progreso.
Panadés Bonacasa, Arturo. Banco Santander.
Páramo Marijuán, Inocencio. Caja Rural de Burgos.
Pascual Sáez, Francisco. Banco de Crédito Italiano.
Peón Melón, Juan Carlos. INTERDIN.
Perales Rodríguez, José Ramón. Banco Exterior de los Andes.
Perera Sánchez, Enrique. Espirito Santo e Comercial de Lisboa.
Pérez Arrones, Cristina. Banco Español de Crédito.
Pérez del Campo, Manuel. Caja Rural de Toledo.
Pérez Lara, José Luis. Caja de Ahorros Círculo Católico de Burgos.
Pérez Maeso, Angel Luis. Banco Atlántico.
Pérez Martín, Andrés. Caja de Ahorros de Avila.
Pérez Martínez, Miguel. Money Market.
Pérez, Pedro. Ministerio de Economía y Hacienda.
Permanyer Cunillera, José. Banco de Sabadell Multibanca.
Perucha González, Ricardo. Crédit Lyonnais.
Plaza Corradí, Ignacio. Caja Postal de Ahorros.
Pomés, Javier. Gobierno de Navarra.
Pons, Jean-François. CEE.
Poza García, Manuel. Banco Arabe Español.
Prieto Martín, M.^a Paz. Banco de Crédito Agrícola.

Queipo de Llano, Gustavo. ASNEF.

Ramírez Belaústegui, Juan Luis. Bancaja, S. A.
Ramos Robledo, José María. Banco de Fomento Exterior de Portugal.
Remigio de Paz, Manuel. Commerz Bank.
Revuelta, José Antonio. Andersen Consulting.
Riestra García, Juan. Caja de Ahorros de Asturias.
Río Sanz, Luis del. Caisse Nationale de Credit Agricole.
Rioja García, Carmen. Master Mercados Financieros.
Riva Amez, Julio de la. Corretajes e Información Monetaria.
Rodríguez Fernández, Miguel Angel. GESMOSA.
Rodríguez López, Carlos. Eurodeal.
Rodríguez Morcillo, Francisco de Asís. Eurodeal.
Rodríguez Moreno, Rosa. Ministerio de Economía y Hacienda.
Rodríguez Saiz, Luis. Universidad Complutense.
Rodríguez Suárez, Damián. Capital Markets Holding.
Rodríguez, José María. Banco Saudí Español.
Romera Revuelto, Julián. Banco Hipotecario.
Rubio Alvarez, Jesús. Caja de Ahorros de la Inmaculada.
Ruiz López, Rocío. Barclays Bank.

Saiz Cebrecos, Eugenio, Royal Bank of Canada.
Saiz Regidor, Juan Antonio. Caisse Nationale de Credit Agricole.
Salinas de la Fuente, Jesús. All Trading Dinero, S. A.
Sánchez García, Angel. Banco Santander de Negocios.
Sánchez Sánchez, Manuel. Sindicato de Banqueros.
Sans Brichs, Anselmo. Banco de Sabadell.
Santamaría Aniceto, María. Summaxdeal, S. A.
Santos Moreno, Lorenzo. Banco Zaragozano.
Schlesinger, Helmut. Bundesbank.
Serrahima Bartolomé, Patricia. GESMOSA.
Sicart Ortí, Ferrán. Caja de Ahorros de Cataluña.

Tato Leal, Jesús Antonio. Caja de Ahorros de Extremadura.
Testor Fernández de Córdoba, Isabel. INTERDIN.
Torán, Gema. Bankinter.
Torre, Isaac de la. Caja España de Inversiones.
Torre González, Carlos de la. Banco di Napoli.
Torres Basabe, José Raimundo. Bank of America.
Torres Cánovas, Isabel. Banco Privado de Negocios ISBANC.
Torres, Eudal. Caja de Ahorros de Tarragona.

Ugarte Alberdi, Alberto. Caja Rural de Navarra.
Ureña Sanz, José Gonzalo. Caja de Ahorros de Onteniente.
Uribe Ortiz, Enrique. Banco Real.
Urriza Chocarro, Antonio. Caja de Ahorros de Navarra.
Urrizburu González, Jesús María. Caja Rural de Navarra.

Valencia Casinos, Soledad. Telefónica.
Vega Alvarez, Federico de la. Capital Markets.
Vega González, José Manuel de. Caja de Ahorros de Avila.
Vilar Pastor, Javier. Sindicato de Banqueros.
Villanueva Cavestany, Miguel. Banco Santander de Negocios.

Yustres Santiago, Marcelino. Banco Arabe Español.

Zarzalejo Hidalgo, Jesús. Banco MAPFRE.

COLABORADORES

ALLI ARANGUREN, Juan Cruz. Abogado. Doctor en Derecho. Profesor titular de Universidad. Presidente del Gobierno de Navarra. Presidente de la Caja de Ahorros de Navarra.

COOPER, Richard N. M. Sch. por la London School of Economics and Political Sciences y Doctor por la Universidad de Harvard. Ha sido miembro del Consejo de Asesores Económicos del Presidente Kennedy (1961-1963); Ayudante del Secretario de Estado para Asuntos Monetarios Internacionales (1965-1966); Rector de la Universidad de Yale (1972-1974); profesor de Economía Internacional en la cátedra Frank Altschul de la Universidad de Yale (1966-1977), y Subsecretario para Asuntos Económicos en el Departamento de Estado (1977-1981). Desde 1981 es profesor de Economía Internacional en la cátedra Maurits C. Boas de la Universidad de Harvard y, desde 1991, Presidente del Banco de la Reserva Federal, de Boston.

CHOURAQUI, Jean-Claude. Nacido en 1944. Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de París y Diplomado del Centro de Estudios de las Comunidades Europeas y del Institute of World Affairs de Nueva York. Ha sido profesor de Economía Política en el Instituto Universitario Europeo de Florencia. Entre 1968 y 1971 fue Administrador de la Sección de Estudios Regionales de la OCDE, y entre 1971 y 1972 Administrador de la Sección de Economía General de la misma organización, en la que, desde esta última fecha hasta 1979, desempeñó el cargo de Administrador principal de la División de Política Monetaria y Presupuestaria. Actualmente es Jefe de esta División, puesto para el que fue nombrado en marzo de 1979.

FUENTES QUINTANA, Enrique. Doctor en Derecho y en Ciencias Políticas y Económicas por la Universidad Complutense. Ha sido Catedrático de Economía Política y Hacienda Pública en la Universidad de Valladolid, y de Hacienda Pública en la Universidad Complutense y en la UNED. Vicepresidente segundo del Gobierno y Ministro de Economía. En la actualidad es Profesor Emérito de la UNED; Presidente de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, y Director de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social (FIES) de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. Premio «Príncipe de Asturias» de Ciencias Sociales en 1989.

GELPI, Rosa-María. Licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona, obtuvo el doctorado en la Universidad de París-Dauphine. Fue responsable durante varios años de los estudios sobre economía monetaria e internacional en la Compagnie Bancaire. Actualmente es Profesora de política económica en la Universidad Libre de Lille, Subdirectora del Banco Cetelem y Consejera de Fimestic, filial española de Cetelem.

GIL GARCIA, Gonzalo. Nació en Santander en el año 1944. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Madrid. Ingresó en el Banco de España como Economista titulado en 1968. En 1982 pasó a desempeñar su actividad en el Área Internacional de dicha Institución. En la actualidad es Director General del Banco de España.

KERTUDO, Jean M. Nació en Meudon (Francia), en 1947. B. Sch. en Matemáticas por la Universidad de Montreal, M. A. en Economía y Doctor en Economía por la McGill University de Montreal. Desde 1975 presta sus servicios en el Banco de Pagos Internacionales de Basilea, primero como economista y más adelante como Jefe de Sección en el Departamento Económico y Monetario, y como especialista en el mercado internacional de capitales.

LOPEZ LOPEZ, Antonio. Nació en Almería en el año 1942. Es Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid y Profesor Mercantil por la Escuela Superior de Comercio de Almería. Desempeñó el puesto de Director del Servicio de Estudios y Director General Adjunto de Inversiones y Estudios Financieros, S. A., «Safei». Ha sido Director General de Gestión, Estudios e Inversiones de las Cajas de Ahorro, Sociedad Anónima, «Gesinca». Profesor colaborador de la Escuela Superior de las Cajas de Ahorros. En la actualidad es Director General de Negocio de Unicaja.

MALO DE MOLINA, José Luis. Nació en Santa Cruz de Tenerife en el año 1950. Es Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense, habiendo obtenido los premios extraordinarios de Licenciatura y Doctorado. Ha sido profesor titular de Estructura Económica en la Universidad Complutense de Madrid y Economista del Servicio de Estudios y Subjefe de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España. En la actualidad es Jefe de Estudios Monetarios y Financieros de esta última institución.

ORTEGA FERNANDEZ, Raimundo. Estudió Derecho y Ciencias Económicas en la Universidad de Madrid. Después de estudiar estadística y técnicas de previsión financiera en París, ingresó en el Banco de España como Economista titulado del Servicio de Estudios en 1967. En 1969 y 1970 estudió en el Instituto de Tecnología de Massachusetts, especializándose en Econometría y Teoría Monetaria. En 1977 pasó del Servicio de Estudios a la Oficina de Operaciones del Banco de España, de la cual fue nombrado Jefe en 1978. En septiembre de 1977 fue designado Secretario de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores y, desde diciembre de 1982 a octubre de 1985, desempeñó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera, volviendo al Banco de España como Director General. Desde julio de 1989 es Presidente del BBV-Interactivos, la sociedad de Valores y Bolsa del grupo Bilbao-Vizcaya. Ha sido nombrado, en junio de 1991, Presidente de la Sociedad Promotora del Servicio de Compensación y Liquidación.

PAUL GUTIERREZ, Jesús. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid, con la calificación de Premio Extraordinario. Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Ha sido economista del Servicio de Estudios del Banco Hispano Americano y profesor de Economía Aplicada de la Universidad Autónoma de Madrid. En la actualidad es profesor de Política Monetaria y Política Económica en el Colegio Universitario San Pablo (CEU).

PEREZ FERNANDEZ, Pedro. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. Es funcionario del Cuerpo Superior de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado. Profesor de Teoría Económica en la Universidad Complu-

tense de Madrid (1973-1978), ha desempeñado los cargos de Secretario General Técnico del Ministerio de Economía (1979-1980); Director General de Planificación (1980-1983); Director General de Política Económica (1982-1984); Presidente de la Junta Superior de Precios (1982-1984). Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (1984-1986), Secretario General de Economía y Planificación (10 de septiembre de 1986 a 29 de noviembre de 1986), Secretario General de Comercio y Presidente del Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX) (noviembre de 1986 a julio de 1988). Es Secretario de Estado de Economía desde el 21 de julio de 1988.

POMES RUIZ, José Javier. Nació en Pamplona, en 1952. Licenciado en Derecho por la Universidad de Navarra (Pamplona 1969-1974). Master en Economía y Dirección de Empresas por el Instituto de Estudios Superiores de la Empresa, IESE (Barcelona, 1974-1976). Ha dirigido la Compañía Navarra de Autobuses, la Federación de Pequeña y Mediana Empresa de Navarra, la Sociedad Navarra de Garantía Recíproca y la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca. Ha ejercido como abogado y consejero de distintas sociedades. En la actualidad es Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra.

PONS, Jean-François. Nacido en Niza, en 1950, cursa sus estudios en la Ecole des Hautes Etudes Commerciales, en el Institut d'Etudes Politiques de París y en la Ecole Nationale d'Administration de Francia. Agregado financiero en la Embaja-

da de Francia en Washington (1982-1984), Consejero Técnico del Ministro de Economía y de Finanzas (1984-1986), ocupa más tarde altos puestos en la Dirección General del Tesoro del mismo Ministerio. En la actualidad es Director de Problemas Monetarios en la Dirección General de Economía y Finanzas de la Comisión de las Comunidades Europeas.

RODRIGUEZ SAIZ, Luis. Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Catedrático de Economía Aplicada (Política Económica) en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de dicha Universidad. Ha sido Director del Colegio Universitario Luis Vives (CEU) y en la actualidad es Inspector General de los Servicios Docentes de la Fundación Universitaria San Pablo (CEU) y profesor del CUNEF. Autor de numerosas publicaciones, especialmente en el campo monetario y financiero, así como en el de la economía regional y sectorial.

SCHLESINGER, Helmut. Nacido en 1924. Doctor en Economía por la Universidad de Munich. Desde 1949 hasta 1952 trabajó en el Instituto IFO para la Investigación Económica. Desde 1952 presta sus servicios en el Deutsche Bundesbank. Entre 1964 y 1972 fue Jefe del Departamento de Investigación y Estadística, desde julio del mismo año miembro del Consejo, y desde 1980 Gobernador Adjunto del Deutsche Bundesbank y Presidente del Consejo del Banco Central. Actualmente es Gobernador-Presidente del Deutsche Bundesbank.

**CAJAS DE AHORROS
CONFEDERADAS**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ALBACETE
ALBACETE

CAJA DE AHORROS
DEL MEDITERRANEO
ALICANTE

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ALICANTE Y VALENCIA
ALICANTE

CAJA DE AHORROS DE AVILA
AVILA

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA GENERAL DE AHORROS
DE BADAJOZ
BADAJOZ

CAJA DE AHORROS
Y PENSIONES
DE BARCELONA
BARCELONA

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA
BARCELONA

BILBAO BIZKAIA KUTXA
BILBAO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DEL CIRCULO CATOLICO
DE OBREROS DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL
DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA
CACERES

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS
DE CARLET
CARLET (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
DE VALENCIA, CASTELLON
Y ALICANTE (BANCAJA)
CASTELLON

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS
DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA DE AHORROS DE GALICIA
LA CORUÑA

CAJA DE AHORROS
DE CUENCA Y CIUDAD REAL
CUENCA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE GIRONA
GIRONA

CAJA GENERAL DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA
GRANADA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE GUADALAJARA
GUADALAJARA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS
DE JAEN
JAEN

CAJA DE AHORROS DE JEREZ
JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)

CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES
LEON

CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA
LOGROÑO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID
MADRID

CAJA DE AHORROS DE RONDA,
CADIZ, ALMERIA, MALAGA
Y ANTEQUERA (UNICAJA)
MALAGA

CAJA DE AHORROS COMARCAL
DE MANLLEU
MANLLEU (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MANRESA
MANRESA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS LAYETANA
MATARO (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MURCIA
MURCIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DE ONTENIENTE
ONTENIENTE (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ORENSE
ORENSE

CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS
OVIEDO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DE LAS BALEARES
PALMA DE MALLORCA

CAJA INSULAR DE AHORROS
DE CANARIAS
LAS PALMAS DE GRAN CANARIA

<p>CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA PAMPLONA</p> <p>CAJA DE AHORROS DE NAVARRA PAMPLONA</p> <p>CAJA DE AHORROS DE POLLENSA POLLENSA (BALEARES)</p> <p>CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA PONTEVEDRA</p> <p>CAJA DE AHORROS DE SABADELL SABADELL (BARCELONA)</p> <p>CAJA DE AHORROS Y SOCORROS DE SAGUNTO SAGUNTO (VALENCIA)</p> <p>CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA SALAMANCA</p> <p>CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GUIPUZCOA Y SAN SEBASTIAN SAN SEBASTIAN</p> <p>CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS SANTA CRUZ DE TENERIFE</p> <p>CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA SANTANDER</p> <p>CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA SEGOVIA</p> <p>MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE HUELVA Y SEVILLA SEVILLA</p> <p>CAJA SAN FERNANDO SEVILLA</p> <p>CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA TARRAGONA</p> <p>CAJA DE AHORROS DE TERRASSA TERRASSA (BARCELONA)</p> <p>CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TOLEDO TOLEDO</p> <p>CAIXA VIGO VIGO (PONTEVEDRA)</p>	<p>CAJA DE AHORROS DEL PENEDES VILAFRANCA DEL PENEDES (BARCELONA)</p> <p>CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA (CAJA VITAL) VITORIA</p> <p>CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA) ZARAGOZA</p> <p>CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGON ZARAGOZA</p>	
---	--	--

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

- N.º 42. España, una economía de servicios.
- N.º 43. Política monetaria y sistema financiero español.
- N.º 44. Transformación financiera en España.
- N.º 45. La España desigual de las Autonomías
- N.º 46. Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa
- N.º 47. Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro
- N.º 48. Sector público y mercado único
- N.º 49. Los mercados financieros españoles

Suplementos sobre el sistema financiero de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

- N.º 29. Nuevos mercados financieros y gestión de tesorería.
- N.º 30/31. Ordenación financiera de las Comunidades Autónomas. Cajas de Ahorros.
- N.º 32. La fiscalidad de las operaciones y mercados financieros.
- N.º 33. Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros.
- N.º 34. La nueva Bolsa.
- N.º 35. La inversión colectiva y la distribución de la deuda pública: los Fondtesoro.
- N.º 36. Compensación y liquidación de valores mobiliarios
- N.º 37. Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria.

ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

Ultimos números publicados:

- N.º 6. Navarra.
- N.º 7. Murcia.
- N.º 8. Baleares.
- N.º 9. País Vasco.
- N.º 10. Aragón.

ESTUDIOS DE LA FUNDACION

- N.º 1. La política agrícola común y su aplicación en España.
- N.º 2. El debate sobre la flexibilidad del mercado de trabajo.
- N.º 3. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito.
- N.º 4. La localización industrial en España. Factores y tendencias.
- N.º 5. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito (segunda sección revisada)

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

- Núm. 39/40: La Empresa Privada en España
Núm. 41: Integración en la CEE
y Política Económica de los Noventa
Núm. 42: España: Una Economía de Servicios
Núm. 43: Política Monetaria
y Sistema Financiero Español
Núm. 44: Transformación Financiera en España
Núm. 45: La España desigual de las Autonomías
Núm. 46: Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa
Núm. 47: Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro
Núm. 48: Sector público y mercado único
Núm. 49: Los mercados financieros españoles

«PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA»

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 250 44 00.

BOLETIN DE SUSCRIPCION

AÑO 1991

- Número suelto 2.000 (*)
 Suscripción números 46, 47, 48, 49 6.800 (*)
 Extranjero 8.000

AÑO 1992

- Número suelto 2.000 (*)
 Suscripción números 50, 51, 52, 53 6.800 (*)
 Extranjero 8.000

(*) Incluido 6 % I.V.A.

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío Giro postal Núm. Talón bancario adjunto.

Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o Razón Social

Actividad o Departamento

Domicilio

Ciudad

Fecha

..... Teléfono

..... D.P. Provincia o país

..... Firma o sello,

