

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

RESERVA DE PRIVILEGIOS Y PROVISIONES DE NAVARRA



## LAS ENTIDADES DE CREDITO ANTE LA UNION EUROPEA



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 **PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO**, antes «Suplementos sobre el Sistema Financiero» de *Papeles de Economía Española*.

Con tal finalidad, **PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO** 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 nuestras **PERSPECTIVAS** logren el propósito que con ellas 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: 350 44 00/02.

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

45

---

1994

# FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

## PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA ( <i>Presidente</i> )	DIEGO FUENTES TALAVERA
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA	JESUS MUZAS RUBIO
( <i>Presidente de Honor de la CECA</i> )	JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
MARIANO NAVARRO RUBIO	MARTIN OLLER SOLER
( <i>Presidente de Honor de la Fundación FIES</i> )	GERMAN PEREZ OLLAURI
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	JOSE MIGUEL USEROS SERRANO
LUIS CORONEL DE PALMA	CARLOS VELASCO GARRIDO
FRANCISCO FERNANDEZ-JARDON	AVELINO VILA OTERO

## CONSEJO DE REDACCION

ENRIQUE FUENTES QUINTANA	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES
( <i>Director</i> )	( <i>Redactor-Jefe</i> )
XABIER ALKORTA ANDONEGUI	CARMELA MARTIN
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	FRANCISCO REVILLA IRANZO
CARLOS EGEA KRAUEL	JOSE MANUEL RODRIGUEZ CARRASCO
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	EMILIO TORTOSA COSME
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JUAN ANTONIO MAROTO ACIN	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE VILARASAU SALAT	

## Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

## Portada

Bravo-Lofish

## 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. 7.461.—1993  
ISSN: 1132-9564

## SUMARIO

Introducción. 5

### ESTADO ACTUAL DE LA UNION ECONOMIA Y MONETARIA

- La situación monetaria y cambiaria en Europa. *José Viñals*. 15  
Dimensión internacional de la unión monetaria europea: implicaciones para el dólar. *Karen H. Johnson*. 23  
Las consecuencias de la libertad de movimientos de capital. *Fernando Eguidazu*. 40

### EL FUTURO DE LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA

Política económica en Europa: previsiones para el resto de la década. *Peter Ludlow*. 57

### LAS TRANSFORMACIONES EN LA EUROPA DEL ESTE

El futuro de Europa: esperanzas y riesgos. *Mihály Kupa*. 79

### ESTRATEGIAS COMPETITIVAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

- Estrategias competitivas de la banca ante el mercado único. *Angel Montero Pérez*. 87  
Estrategias competitivas de las entidades financieras ante el mercado único y la unión monetaria. *Juan Antonio Maroto Acín*. 94  
Tendencias de la Tesorería en la década de los noventa. *Raúl Vázquez y Carlos de Otto*. 107

### LA POLITICA ESPAÑOLA EN EL MARCO EUROPEO

- La política económica española en el nuevo marco europeo. *Luis A. Lerena*. 131  
Situación económica actual. Visión desde Navarra. *Juan Ramón Jiménez*. 140  
Situación y perspectivas de la economía española. *Alfredo Pastor*. 144  
Clausura de las XII Sesiones de Trabajo de Tesorería. *Juan Cruz Alli Aranguren*. 146  
Lista de asistentes a las XII Sesiones de Trabajo de Tesorería. 149



## INTRODUCCION

Una vez más, como viene produciéndose desde hace algunos años, *Perspectivas* incorpora a su colección las ponencias e intervenciones que se han presentado a las XII Sesiones de Trabajo de Tesorería, celebradas el pasado mes de noviembre de 1993 en Pamplona, bajo el patrocinio de la Caja de Ahorros de Navarra y la Fundación FIES, y con la colaboración de la Fondation Internationale des Sciences Humaines.

En esta ocasión, el tema básico en torno al que han girado las distintas intervenciones ha sido el proceso de desarrollo de la unión económica y monetaria.

### EL ESTADO ACTUAL DE LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA

#### La situación monetaria y cambiaria en Europa

En el primero de los trabajos que ahora se publican, **José Viñals** realiza algunas consideraciones sobre las razones que han propiciado la ruptura del clima de estabilidad cambiaria en Europa y las consecuencias de estas turbulencias sobre los países comunitarios, examinando las principales modificaciones del marco económico y financiero que se derivan de la entrada en vigor de la segunda etapa de la unión económica y monetaria, y su incidencia sobre los países comunitarios.

El factor fundamental que se encuentra tras las tormentas monetarias de septiembre de 1992 y julio de 1993 es la ausencia de mecanismos eficaces y voluntariamente aceptados por todos los países miembros para coordinar sus políticas económicas y salvaguardar la cohesión del sistema.

En todo caso, por lo que concierne a la reconstrucción de los procedimientos de coordinación de las políticas económicas nacionales en la Comunidad, la experiencia del Sistema Monetario Europeo pone de manifiesto que la pertenencia al mecanismo de cambios, por sí sola, no garantiza plenamente dicha reconstrucción. Por ello, resulta reco-

mendable explorar la coordinación de las políticas monetarias y fiscales nacionales en torno a la fijación de objetivos explícitos para las variables finales; esto es, de sendas de crecimiento no inflacionario que resulten mutuamente compatibles con el mantenimiento de la estabilidad cambiaria.

En lo relativo a la potenciación de los mecanismos de defensa del Sistema Monetario Europeo, se debe reconocer la necesidad de evitar que los comportamientos de naturaleza puramente especulativa terminen con el Sistema, para lo que las autoridades nacionales deben mostrar firmeza ante los mercados en la defensa de los tipos de cambio centrales que se consideren coherentes con la evolución de los fundamentos económicos.

En cuanto a la segunda etapa de la unión económica y monetaria, conviene atender a los cambios estructurales que supone:

— *el primero* es que, a partir del 1 de enero de 1994, se han de aplicar las disposiciones del Tratado de Maastricht para evitar la existencia de déficit públicos excesivos (superiores al 3 por 100 del PIB y/o deuda pública por encima del 60 por 100 del PIB);

— *el segundo*, la introducción de normas tendentes a endurecer las condiciones de financiación del sector público, acercándolas a las condiciones de pleno mercado;

— *el tercer cambio estructural* se refiere al proceso de convergencia, pues sólo estarán en condiciones de acceder a la plena unión económica y monetaria, en un primer momento, aquellos países comunitarios que sean capaces de alcanzar un grado suficiente y duradero de convergencia, evaluada en función de la estabilidad de precios, el saneamiento de las finanzas públicas, la estabilidad cambiaria y la similitud entre los tipos de interés a largo plazo;

— *el cuarto cambio estructural* es el relativo a la consecución del Estatuto de Autonomía por parte de los bancos centrales de los estados miembros.

Autonomía que ha de entenderse tanto en sentido político o institucional como en sentido económico u operativo;

— *el quinto* y último de los cambios estructurales es la creación, el 1 de enero de 1994, del Instituto Monetario Europeo, una de cuyas tareas fundamentales es la de preparar la futura política monetaria europea.

### Los efectos de la implantación del ecu

Al hilo de estos mismos contenidos, la segunda cuestión objeto de análisis en las Jornadas de Tesorería fue la de las implicaciones que, para el dólar, habrá de tener la unión monetaria europea. **Karen H. Johnson** señala que la adopción de una moneda única para la economía europea, el ecu, podría significar la aparición de una divisa para una economía cuyo PIB equivale aproximadamente al 110 por 100 del de los Estados Unidos. Esta divisa desempeñará inevitablemente un importante papel en los mercados financieros mundiales y, en este sentido, será un rival para el dólar.

La implantación de la unión monetaria europea habrá de causar profundos cambios en los mercados financieros mundiales.

Entre tales cambios, tiene especial importancia la tecnología de la información y del proceso de datos, que ha transformado la velocidad a la que se difunde la información y se realizan las transacciones, contribuyendo a la «globalización» de los mercados financieros, con lo que los operadores pueden actuar de manera continua en varios mercados financieros y las operaciones pueden realizarse casi a cualquier hora. Asimismo, las economías de muchos países industrializados han crecido hasta alcanzar importancia global; estas economías tienen sofisticados mercados financieros y de productos en los que actúan las corporaciones multinacionales, y sus monedas son, naturalmente, importantes en el comercio mundial. Finalmente, la emergencia de nuevos productos financieros ha hecho posible que los componentes del riesgo, incluyendo el riesgo del tipo de cambio, sean controlados con mayor eficacia.

En una evolución de esta naturaleza se espera que el predominio de una moneda, es decir, el dólar, que ha caracterizado el primer período posterior a la segunda guerra mundial vaya erosionándose paulatinamente; de hecho, esto ha empezado ya a ocurrir. La unión monetaria europea, a la larga, tiene el potencial necesario para tener un efecto sobre las distintas dimensiones del papel internacional del dólar. Además, las disposiciones específicas del Tratado de Maastricht aumentan la

posibilidad de que las políticas macroeconómicas que podrían acompañar la transición a la unión monetaria puedan tener implicaciones negativas para los Estados Unidos.

En la intervención de **Karen Johnson** se pasa revista, finalmente, a los aspectos de la UEM que pueden implicar costes para los Estados Unidos, si el ecu desplazase rápidamente al dólar en una medida significativa. El uso externo de la divisa dólar es quizás el ejemplo más claro de en qué medida el desplazamiento del dólar por el ecu implicará tales costes. En consecuencia, la Reserva Federal sigue siendo un observador muy interesado del progreso hacia la unión monetaria europea. Sin embargo, para la mayoría —si no todas— de las dimensiones internacionales del dólar, el proceso de disminución del papel relativo del mismo frente a otras monedas, que pasan a figurar de manera más destacada en las transacciones internacionales, ya está en marcha, sin serias consecuencias negativas para los Estados Unidos. Esta experiencia sugiere que si la política de la Reserva Federal sigue contribuyendo a la confianza en el valor a largo plazo del dólar, y el proceso de cambio sigue siendo gradual, no hay razón para que la Reserva Federal se vea excesivamente afectada por las implicaciones de la unión monetaria europea.

### La liberalización de los movimientos de capitales y sus efectos

Por su parte, **Fernando Eguidazu**, que fue Director General de Transacciones Exteriores en el momento en que el proceso de liberalización de los movimientos de capitales alcanzó su momento culminante, analiza las consecuencias que esta libertad ha tenido para nuestro país. De hecho, la eliminación del control de cambios en España, en febrero de 1992, fue seguida apenas seis meses después por una de las peores crisis monetarias desde el final de la segunda guerra mundial, un movimiento especulativo sin precedentes en la historia, y por una cadena de tres devaluaciones consecutivas de la peseta; y ello justifica la importancia de este artículo, pues se ha abierto un debate creciente sobre los efectos desestabilizadores de los movimientos de capital a corto plazo y sobre la conveniencia o inconveniencia de establecer algún tipo de restricciones u obstáculo a las operaciones de carácter especulativo.

En su trabajo, **Eguidazu** comenta las consecuencias de la liberalización: en qué medida la supresión de las transacciones y controles efectuadas por el gobierno español, en febrero de 1992, puede afectar a los flujos de entradas y salidas de capitales, y en qué medida pudo jugar ello un papel

relevante en los acontecimientos que determinaron las devaluaciones de la peseta de septiembre y noviembre de 1992 y mayo de 1993; y, en relación con esto último, cuáles son los argumentos que actualmente se esgrimen en favor y en contra de un hipotético establecimiento de restricciones a determinados movimientos de capital de carácter especulativo.

Las medidas liberalizadoras de febrero de 1992 no fueron adoptadas por meras exigencias de homologación legislativa con la CE, sino que se inscribían en una estrategia general de las autoridades españolas, cuyo primer paso lo había constituido la incorporación de la peseta, en junio de 1989, al mecanismo de tipos de cambio del sistema monetario europeo. Ambas medidas tenían como propósito confesado la introducción de elementos externos de disciplina que ayudaran en el esfuerzo de corrección de los desequilibrios de la economía española, y por eso la liberalización fue más allá de lo estrictamente establecido por la Directiva 88/361 (en el sentido de establecerse respecto a todos los países, y no sólo respecto a la CE, y de eliminarse todo tipo de trámite administrativo previo).

Los efectos de la liberalización durante los meses posteriores a febrero de 1992 no arrojaron ninguna sombra perceptible sobre la oportunidad de la medida en cuanto a pagos corrientes o a movimientos de capital a largo plazo. Pero es polémico el papel que ha jugado la medida en lo que se refiere al comportamiento de la peseta a lo largo del período de turbulencias monetarias que sacudió al sistema monetario europeo a partir de septiembre de 1992; esto es, si la peseta habría podido hacer frente a las presiones especulativas con mayores probabilidades de éxito si las autoridades españolas hubieran optado por agotar el período transitorio de la Directiva hasta el 31 de diciembre de 1992, en lugar de adelantar la liberalización a febrero; e incluso si no hubiera sido preferible mantener la normativa restrictiva anterior, aún más allá de finales de 1992, quizá haciendo uso de la cláusula de salvaguardia establecida por la propia Directiva.

El primer interrogante ha quedado contestado por la realidad. El 1 de enero de 1993 los mercados seguían en una situación extremadamente tensa, lo que habría hecho virtualmente imposible la supresión de controles en esa fecha.

Más difícil es responder a la pregunta general acerca de las posibilidades de mantenimiento de su paridad que la peseta habría tenido bajo un sistema de control de cambios. En opinión de **Eguidazu**, en último extremo, la crisis del SME no es

sino la expresión de un principio económico básico, cual es el de la incompatibilidad de un sistema de tipos de cambio fijos (o cuasifijos) con un manejo independiente de las políticas monetarias nacionales, en un contexto de plena libertad de movimientos de capitales. Mantener un sistema de tipos de cambio fijos cuando las políticas nacionales siguen caminos divergentes, que se traducen en unos diferenciales de inflación crecientes, sólo puede ser posible, malamente, bajo un sistema de restricciones administrativas a los movimientos de capital.

Ahora bien, dado que la causa desencadenante de la crisis del SME no fue la especulación, sino la contradicción señalada entre tipos de cambios fijos y diferenciales de inflación crecientes en un contexto de plena y total libertad de movimientos de capitales, vienen surgiendo voces que, en los últimos tiempos, abogan por el establecimiento de algún tipo de restricción a los movimientos especulativos de capitales.

A ese respecto, y considerando que, en tanto no se haya llegado a una moneda única, ni siquiera los recursos de todos los bancos centrales serían suficientes para neutralizar la especulación potencial, el propio Jacques Delors, presidente de la Comisión Europea, afirmó públicamente, en septiembre de 1993, la conveniencia de establecer, a escala internacional, algún tipo de límites a los movimientos de capital a corto plazo; añadiendo además que los estados miembros no deberían dudar, en situaciones de crisis, en recurrir a las cláusulas de salvaguardia que establece la Directiva 88/361, que les permiten, en determinadas circunstancias, la adopción de restricciones a estos movimientos.

A continuación, el autor repasa los distintos mecanismos que pueden adoptarse para entorpecer los movimientos especulativos de capital, examinando, en cada caso, sus ventajas e inconvenientes.

Descartada la opción de someter determinados tipos de operaciones a autorización previa por parte de las autoridades monetarias de los diferentes países, salvo en circunstancias realmente excepcionales, considera otras vías que puedan suponer entorpecimiento o encarecimiento de estas operaciones.

Así, rechaza también el establecimiento de límites a la fluctuación diaria de las monedas, por impracticable, ya que equivaldría a una especie de sistema de tipos de cambio fijo con bandas de fluctuación y devaluaciones sucesivas.

Más viables, aunque discutibles, resultan otros mecanismos encaminados a encarecer hasta límites disuasorios los movimientos especulativos, bien sea mediante el establecimiento de un impuesto

sobre las transacciones en divisas o sobre los beneficios de cambio, bien sea mediante alguna forma de exigencia de reservas o de depósito previo.

En todo caso, la experiencia en la aplicación de esta clase de medidas pone de manifiesto que, por bien diseñadas que puedan estar las restricciones, es casi imposible evitar que se produzca algún tipo de perturbación indirecta y que, al mismo tiempo, se deje sin cubrir algún hueco a través del cual se pueda filtrar eventualmente la actividad especulativa; por lo que, en caso de imponerse este tipo de medidas, no deben concebirse como una solución estable, sino como una respuesta transitoria a una situación extraordinaria que no puede conjugarse por otras vías sin graves inconvenientes.

### **¿TIENE FUTURO LA UEM?**

El segundo bloque de temas objeto de tratamiento intenta realizar una prospección del futuro en un doble sentido. Por una parte, contestando a la pregunta clave sobre el porvenir de la unión económica y monetaria tras las sacudidas sufridas por el SME. Por otra, analizando los acontecimientos que se han venido produciendo en el Este europeo, que exigían contar con alguna información de su actual situación.

Al primero de estos temas da respuesta **Peter Ludlow**. En su colaboración señala que el Tratado de Maastricht no sólo contiene un proyecto para la unión económica y monetaria europea, sino también una guía bastante detallada para la consecución de este objetivo. Sin embargo, los acontecimientos políticos y económicos de los últimos dieciocho meses han puesto este programa en tela de juicio. Se piensa que el SME, que se había contemplado ampliamente como el precursor esencial de la unión económica y monetaria, ha dejado de existir a todos los efectos, y pocos expertos u observadores creen que pueda reconstituirse una banda estrecha en el mecanismo de tipos de cambio de forma más o menos similar a la antigua a corto o a medio plazo. El resultado es que hay un amplio sentimiento de que la propia UEM se encuentra lejana.

Mantiene este autor, sin embargo, una posición contraria a esa postura convencional. Sería una locura negar que ha habido una seria crisis económica y política en la CE desde 1992, y ha de reconocerse que sería absurdo insistir en que todo pueda o deba transcurrir como se previó originariamente cuando se negoció el Tratado de Maastricht, por lo que debe pensarse en que se producirán modificaciones importantes en los planes trazados.

Sin embargo, los elementos de continuidad en la presente situación son importantes. No deben existir serias dudas respecto de que en 1999, o por esas fechas, un grupo de estados europeos constituirá una unión económica y monetaria, basada, en todos sus aspectos clave, en los principios enunciados en el Tratado de Maastricht, y que esta situación determinará las políticas económicas que habrán de desarrollar tales países y los demás miembros, y no miembros, de la unión europea.

La exposición de tales tesis se desarrolla en tres partes. La primera revisa el Tratado de Maastricht, sugiriendo que ha de contemplarse como una respuesta racional a problemas reales y, en muchos sentidos, más como una representación del sistema económico actual que como un proyecto para el futuro, que posiblemente nunca llegue a existir. La segunda parte analiza la naturaleza y las causas de nuestro presente descontento, distinguiendo, en la medida de lo posible, lo efímero de lo estructural, y mostrando que la situación es incomparablemente mejor que hace diez o veinte años. Por último, la tercera discute las probabilidades y prioridades para lo que resta de década.

### **LAS TRANSFORMACIONES EN LA EUROPA DEL ESTE**

El ex Ministro de Hacienda de Hungría, **Mihaly Kupa**, aborda el papel potencial que la Europa Central, y Hungría en especial, puede jugar en el futuro de nuestro continente. Tras hacer una breve reseña de los avatares históricos por los que ha atravesado la Europa Central, y señalar cuáles son los principales problemas a los que se enfrenta el mundo en nuestros días (lucha contra el SIDA, guerras en Somalia y Yugoslavia), mostró su convencimiento respecto de la oportunidad histórica que se ofrece al viejo continente con base en tres datos: 1) una tradición cultural común; 2) eficiencia en el funcionamiento de la economía de mercado; 3) el hecho de que la Europa Occidental haya alcanzado un nivel relativamente alto de bienestar y de seguridad social que impide conflictos sociales importantes.

Frente a estas oportunidades, no pueden despreciarse los riesgos. La profunda recesión económica, el desempleo y los graves déficit públicos, así como la incapacidad de la Europa Occidental para remediar la crisis yugoslava, son datos que no pueden olvidarse.

Los países de la Europa Central y Oriental han de enfrentarse a problemas agravados por sus tecnologías atrasadas, pobreza y escasez de capital.

Señala que el futuro de Europa se basa en la co-

operación y en la integración. Para ello, ante todo, cada país ha de informarse para conseguir su propia transición a la economía libre de mercado basada en un poderoso sector privado, proceso que puede verse facilitado mediante los acuerdos firmados con la Comunidad Europea. En este sentido, presenta a Hungría como el punto más seguro y estable de la Europa Central en transición, por lo que tiene la posibilidad de convertirse en el centro económico, comercial y financiero de la región, y punto de contacto entre la Europa Occidental y la Oriental con el antiguo imperio ruso.

### **ESTRATEGIAS COMPETITIVAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS ANTE EL NUEVO ENTORNO**

La necesidad de responder a la pregunta básica que se formulan hoy las entidades de crédito —¿cómo competir de la manera más eficiente en el mundo que queda dibujado a través de las anteriores intervenciones?— fue el objeto del tercer bloque de materias tratadas en las Sesiones de Trabajo. En dicho bloque, tres ponentes plantean su particular diseño de un mapa orientativo.

#### **Situación y decisiones estratégicas de las entidades financieras españolas**

En primer lugar, **Angel Montero** precisa la necesidad de fijar una estrategia para el sector bancario que trate de determinar en qué pueden concretarse los cambios, y cuáles van a ser los efectos sobre su negocio. Posteriormente, deben observarse los movimientos de la competencia y, en su función, adaptar la estructura productiva de las entidades con la mayor velocidad posible a la situación futura.

El sistema bancario español se enfrenta en los próximos años a la ampliación de su entorno geográfico doméstico en unas condiciones peculiares. El principio de autorización única, consagrado por la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, se constituye en piedra angular sobre la que cimentar el mercado financiero único. Junto a ella, la necesaria armonización para el tratamiento de los riesgos marca el entorno común en que se mueven nuestras instituciones.

Ahora bien, el cambio se produce, asimismo, en unas condiciones peculiares, derivadas de las diferencias entre los distintos países. Estas son de carácter general, o no financiero, como las propias del ámbito laboral o las del idioma, y de usos financieros (comercialización de una gama de productos financieros más amplia que la actual); y, por último, existen diferencias competitivas entre los distintos centros financieros.

En este entorno, se pregunta el autor, cuál es la posición inicial de la banca española, para marcar las siguientes notas diferenciales: *a)* escaso desarrollo del sector bancario español en relación con el tamaño de nuestra economía, lo que supone un importante potencial de crecimiento; *b)* cuota de mercado notable de las cajas de ahorros, al tiempo que la presencia de la banca extranjera, aunque creciente, todavía está lejos de ser significativa; *c)* el tamaño de las grandes entidades bancarias españolas se va acercando gradualmente, a través de los procesos de fusión emprendidos, al promedio existente en los países que conforman la unión europea; *d)* la rentabilidad sobre activos y sobre recursos propios es muy superior a la media europea; *e)* reducidos volúmenes de negocio por empleado; *f)* márgenes financieros bastante elevados y gastos de explotación altos, pero relativamente estables, con productos netos no financieros de nivel intermedio pero crecientes; *g)* redes comerciales difícilmente homologables con las europeas.

Se destaca, asimismo, un problema estratégico fundamental en el ámbito bancario, cual es la adopción de una decisión en punto a si se desea hacer banca universal o especializada. El amplio abanico de actividades que se sujetan al principio de licencia única hace plenamente posible el desarrollo de uno u otro tipo de banca. En la práctica, cada entidad, al elegir su propia opción de negocio, incorpora, por lo general, aspectos de más de uno de los modelos conceptuales. Tomada una decisión con respecto a la opción de negocio, cada entidad habrá de buscar su posición. Para ello, deberán instrumentarse algunas, o todas, de las siguientes decisiones: 1) determinar, potenciar y explotar las particularidades identificativas de cada entidad; 2) explotar plenamente las ventajas de situación; 3) concentrar esfuerzos en el aumento de la calidad de los servicios y la reducción de los costes de los mismos, y 4) decidido el grado de presencia internacional que se desea alcanzar, estudiar la alternativa más favorable entre la pura expansión geográfica, el establecimiento de alianzas estratégicas con entidades complementarias, por productos y/o por áreas geográficas, o la adquisición de entidades de otros países. Probablemente, no existe una única respuesta, ni para todas las entidades, ni en relación con todos los países.

#### **Estrategias competitivas ante el mercado único y la UEM**

Por su parte, **Juan Antonio Maroto**, Catedrático de Economía y Administración de Empresas de la Universidad Complutense y Director del Departamento

mento de Economía Financiera de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, refiere su aportación en este ámbito de las Jornadas a las estrategias competitivas de las entidades financieras ante el mercado único y la unión monetaria.

Para ello, desarrolla una serie de extremos relacionados con: el marco económico y financiero en el que se verifica la actividad de las entidades financieras; la necesidad de evaluar los resultados de las entidades siempre en la perspectiva de la concordancia entre sus estrategias y su estructura organizativa; las implicaciones efectivas, de estrategia y logística, que supondrá la unión monetaria para las entidades financieras; las opiniones de los agentes del sector bancario respecto del futuro del negocio y de las oficinas bancarias, y la relativa permanencia de las estrategias bancarias, con los cambios sustanciales que suponen para las entidades los aspectos previamente citados.

De forma sucinta, el ponente entiende que el entorno económico y financiero actual, dotado de unas características de universalidad, globalización e internacionalización, introduce para las entidades financieras el reto de la competitividad, entendida ésta como la búsqueda de la eficiencia en la realización de sus actividades características de intermediación financiera, y siempre bajo la óptica de la funcionalidad a desempeñar para el sistema económico. Dicha competitividad viene influida, además, por la coherencia que exista en las entidades financieras entre sus estrategias a largo plazo y la forma organizativa que elijan para llevarlas a cabo, la cual se traduce en una explicación de sus resultados más enriquecedora para la dirección y gestión del negocio que la derivada puramente del beneficio neto contable.

Ante las expectativas de cumplimiento de las etapas de la unión monetaria, el sector bancario deberá afrontar un variado catálogo de problemas que pueden parcelarse, desde la variable temporal, en aspectos estratégicos y tácticos. Los primeros, provendrán de una nueva forma de relación con las autoridades monetarias y supervisoras, y de una nueva instrumentalización de la política monetaria en los diferentes países miembros; los segundos, de carácter táctico o logístico, de la reorganización del sistema de pagos, y de la implantación y difusión de una única moneda que sustituya y/o se solape a las actuales doce monedas nacionales.

Frente a ese panorama, el autor pasa revista a diversos estudios publicados recientemente por firmas consultoras y de auditoría, en los que se recopilan las opiniones de los agentes bancarios sobre el futuro de su negocio, y del tamaño y funcionalidad

de sus oficinas operativas. A grandes rasgos, en todos ellos se destaca que la calidad de la dirección y la administración del negocio es el factor de mayor peso para el éxito, máxime en un entorno incierto, complejo y turbulento como el que se prefigura el marco de actuación presente para las entidades financieras. Por todo ello, y en opinión del ponente, cabe cuestionarse la novedad de las estrategias bancarias. De su respuesta se deduce que dicha novedad es muy relativa y que las estrategias de éxito siguen basándose en factores de una gran permanencia e intrínsecos a la índole del negocio, entre los que destacan la optimización del capital, el control de costes, la gestión del riesgo financiero y el reforzamiento de la calidad de los activos.

### **LA OPINION DE LOS EXPERTOS SOBRE LA TESORERIA**

---

Por último, **Raúl Vázquez** y **Carlos de Otto** presentan el estudio DELPHI realizado sobre tendencia de la tesorería en la próxima década.

La tesorería de las entidades financieras está siendo objeto de intensos cambios, propiciados e impulsados por el entorno competitivo exterior. Así, del enfoque tradicional que atribuía a la tesorería el papel de gestionar la liquidez de la entidad y dar servicio a las distintas áreas de la organización, dentro de un entorno poco competitivo, se ha pasado a su consideración como un negocio de fundamental importancia para la entidad, y una pieza maestra dentro de la estrategia de gestión integral de balance y de prestación o mantenimiento de la posición competitiva en los segmentos institucional y corporativo de la clientela, dentro de un entorno caracterizado por la alta volatilidad de los mercados, la intensidad competitiva y la creciente complejidad de la gestión.

El trabajo sintetiza la visión de los encuestados y panelistas sobre las fuerzas del cambio que impactan, o pueden impactar, en la tesorería, describe sus expectativas en relación al empuje que el proceso de convergencia europea puede provocar, tanto sobre los mercados financieros como sobre la estrategia de sus negocios, y detalla las expectativas de comportamiento de los productos, competidores y mercados financieros, y su repercusión sobre el entorno competitivo. Finalmente, recoge la visión de los participantes sobre la evolución del entorno regulador y su efecto sobre la actividad de la tesorería.

### **LA POLITICA ECONOMICA ESPAÑOLA EN EL MARCO EUROPEO**

---

El último bloque de materias es el que se corresponde con la política económica española en el

marco europeo. Dos intervenciones se enmarcan en este ámbito: la de **Luis A. Lerena** y la de **Juan Ramón Jiménez**, Consejero, este último, de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra.

### Los nuevos retos para la política económica

**Lerena** inicia su artículo señalando la necesidad de partir de un diagnóstico de la situación actual para cualquier reflexión sobre los problemas de la política económica española. En este sentido, subraya que el componente estructural de la actual crisis viene dado por la existencia de un ámbito generalizado en las ventajas competitivas nacionales, cambio que nos obliga a revisar nuestra especialización productiva y el papel que podemos jugar en la división internacional del trabajo. No se trata, pues, de buscar una simple reactivación, sino de perseguir, simultáneamente, la reactivación y la reconversión; todo ello en un clima especialmente difícil.

En segundo lugar, precisa que la política económica ha de proponerse definir y crear el marco en el que funcione, efectivamente, la economía de mercado, removiendo todos los obstáculos que se oponen a ella, así como modular los principios del mercado único, del sistema monetario europeo y de nuestras relaciones económicas con el exterior.

Definidas estas reglas, el problema estructural básico es el cambio que se ha producido en la división internacional del trabajo como consecuencia de las nuevas tecnologías. Con esas tecnologías, y salarios hasta treinta veces inferiores a los de los países industriales, los países de la Europa del Este compiten aplastantemente con los países industrializados. Ello obliga a los países que, como España, se ven afectados por los cambios descritos a buscar e implantar nuevas actividades productivas en las que se tenga auténtica ventaja comparativa, y que han de sustituir a las que desaparecen por no ser competitivas. El mercado para las nuevas producciones se encuentra en los países y estratos de población con rentas más altas, cuya demanda se caracteriza por su sofisticación, que lleva a exigir características determinadas a los productos y a la fácil aceptación de innovaciones o cambios.

La política económica ha de enfrentarse, pues, a los dos problemas descritos —el de la recesión y el de la reestructuración o reconversión productiva— para conseguir mejorar la productividad. Frente al problema de la recesión cíclica, la economía española debe prepararse, primero, para recibir y potenciar el impulso que pueda proceder de la recuperación externa. Para ello, deberá lograr un marco de estabilidad económica e instrumentar en él las polí-

ticas anticíclicas a su alcance. En segundo lugar, y frente al problema de la reestructuración productiva, la política económica tiene que proponerse la reasignación de los recursos productivos, en un proceso en el que algunos factores han de abandonar los sectores en los que se ha perdido, se está perdiendo o se perderá ventaja competitiva, para pasar a otros de nueva implantación o de escaso desarrollo. Ha de buscar, pues, un cambio del modelo productivo.

La salida de la recesión es, sin duda, larga, y exige una batalla poco brillante para los políticos. Es más, la política del gobierno es importante, pero no debe dársele carácter decisivo. Bajo las actuales reglas de la unión europea, el gobierno debe remover los obstáculos a la actividad empresarial, más que jugar un papel activo y promotor. Por eso, lo decisivo es la respuesta social al clima que puede crear la política económica del gobierno.

### LA ECONOMIA DE NAVARRA

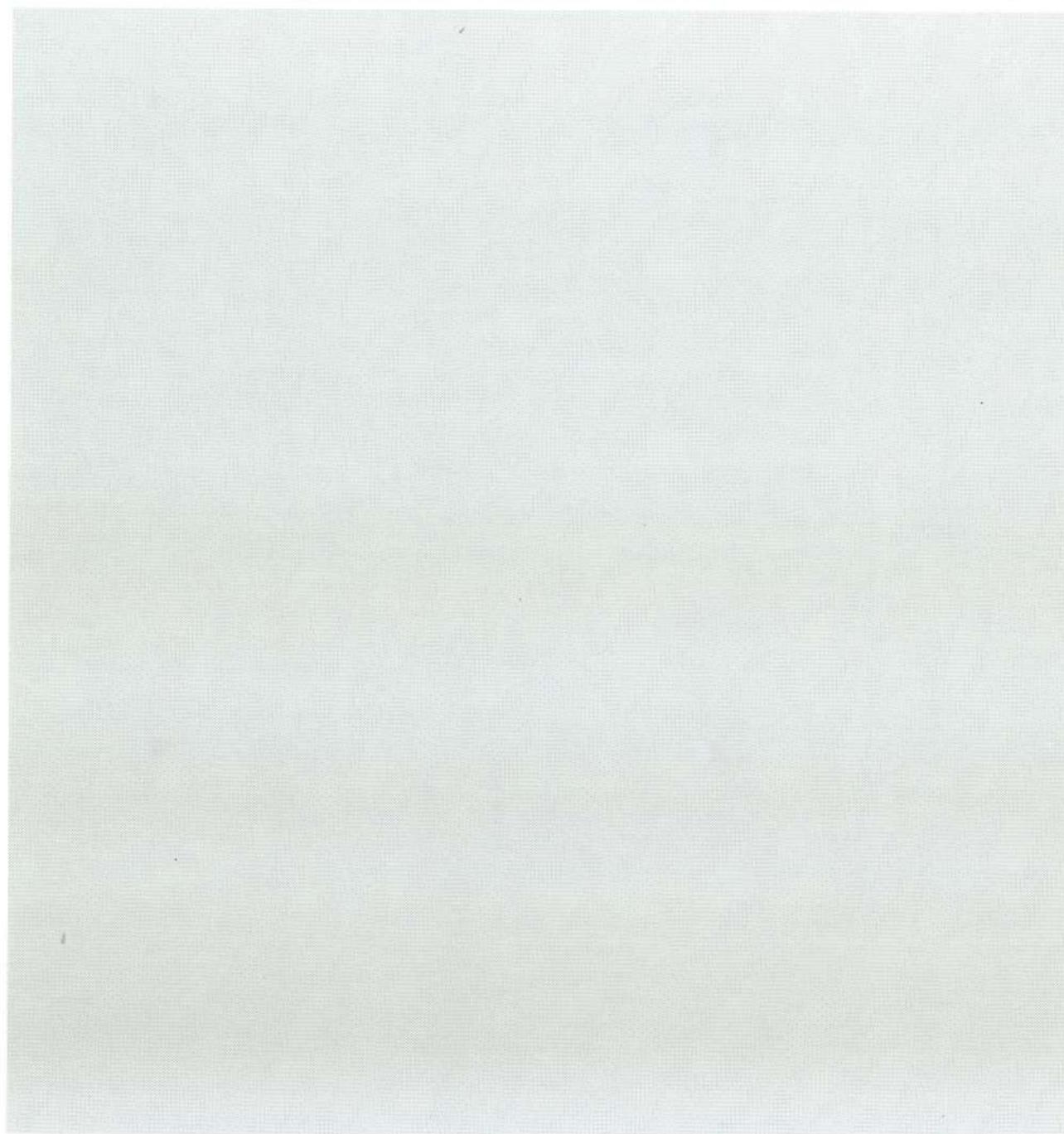
Por su parte, **Juan Ramón Jiménez** repasa en su intervención las tareas a las que ha de enfrentarse la unión europea, así como las previsiones macroeconómicas para 1994 en relación con España, para situar a la economía navarra en el entorno recesivo que marcan los datos nacionales e internacionales. Pone de manifiesto que la estrategia del Gobierno de Navarra pretende coadyuvar a la reactivación económica, favoreciendo la recuperación de la inversión de los agentes económicos, tanto mediante la generación de un entorno favorable para el desarrollo de las actividades productivas como a través de un amplio abanico de medidas incentivadoras.

\* \* \*

Por último, tras unas palabras del Secretario de Estado de Economía, **Alfredo Pastor**, el Presidente del Gobierno y de la Caja de Ahorros de Navarra, **Juan Cruz Alli**, clausura las XII Sesiones de Trabajo, glosando brevemente su contenido y agradeciendo su presencia a los asistentes y participantes.



**ESTADO ACTUAL DE LA UNION  
ECONOMICA Y MONETARIA**





# LA SITUACION MONETARIA Y CAMBIARIA EN EUROPA

José Viñals

## I. INTRODUCCION

A partir de la entrada en vigor en enero del presente año de la Segunda Etapa de la Unión Económica y Monetaria, los países comunitarios han iniciado un período de transición que, de acuerdo con el Tratado de Maastricht, debe conducir a la plena Unión antes de que finalice esta década.

Debe reconocerse, no obstante, que dicha transición solamente alcanzará la meta prevista si se consigue establecer de manera prolongada un clima de estabilidad cambiaria en la Comunidad que, por una parte, permita profundizar el proceso de integración económica desencadenado por la reciente creación del Mercado Unico; y que, por otra, haga posible alcanzar el grado de convergencia que, de acuerdo con las disposiciones del Tratado de Maastricht, se precisa para acceder a la plena Unión Económica y Monetaria. Ahora bien, no será fácil restablecer la estabilidad cambiaria si no se cuenta con un diagnóstico correcto de las causas de las recientes crisis del Sistema Monetario Europeo y si no se entiende claramente el impacto de las modificaciones del marco económico y financiero que vienen asociadas con la entrada en vigor de la Segunda Etapa.

Por las razones anteriores y con objeto de analizar la actual situación monetaria y cambiaria europea y de valorar sus perspectivas en el proceso de transición a la Unión Económica y Monetaria, en la primera parte del artículo analizaré las razones que recientemente han propiciado la ruptura del clima de estabilidad cambiaria en Europa y las consecuencias de estas turbulencias sobre los países comunitarios. Posteriormente, examinaré cuáles son las principales modificaciones del marco económico y financiero que se derivan de la reciente entrada en vigor de la Segunda Etapa de la Unión Económica y Monetaria y cuál puede ser su incidencia sobre los países comunitarios.

## II. EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO: CRISIS RECIENTES Y SITUACION ACTUAL

En esta sección se hacen algunas consideraciones acerca del origen de las recientes crisis por las que ha atravesado el Sistema Monetario Europeo (SME) en estos últimos tiempos con objeto de poder valorar adecuadamente su situación actual y sus perspectivas de futuro.

El SME, tras mantener durante cinco años un grado muy elevado de estabilidad cambiaria, ha entrado desde el verano de 1992 en un período que podríamos calificar de incertidumbre prolongada. Hasta el momento, los problemas por los que ha atravesado el Sistema en dicho período han dado lugar: a la salida de la lira italiana y la libra esterlina del mecanismo de cambios; a las devaluaciones de la libra irlandesa, de la peseta y del escudo; y, muy recientemente, al ensanchamiento de las bandas de fluctuación de las monedas participantes al  $\pm 15$  por 100.

Los hechos anteriores podrían dulcificarse o maquillarse más o menos para tratar de dar la apariencia de que son, tan sólo, reflejo de factores o circunstancias excepcionales. Pero esta actitud sería engañosa y, en consecuencia, no serviría ni para comprender la dimensión de los problemas actuales ni para encontrar vías de solución a los mismos. De ahí, que deba reconocerse, por una parte, que la crisis que ha venido sufriendo el SME en estos últimos tiempos es, sin duda, la más grave registrada desde su creación en 1979. Y, por otra, que dicha crisis no es sino el reflejo de una serie de problemas de mayor profundidad que, si no se resuelven, podrían obstaculizar seriamente la concreción práctica de los principios jurídicos e institucionales presentes en el Tratado de Maastricht.

En concreto, si bien es verdad que las dificultades por las que ha atravesado el proceso de ratificación del Tratado de Maastricht han contribuido a

incrementar el clima de incertidumbre económica y financiera en Europa y a magnificar las tensiones cambiarias, esto no es todo. Además, debe reconocerse que uno de los factores fundamentales que se hallan tras las recientes tormentas monetarias es la ausencia de mecanismos eficaces y voluntariamente aceptados por todos los países miembros para coordinar sus políticas económicas y para salvaguardar la cohesión del Sistema; coordinación y cohesión que, a su vez, son absolutamente imprescindibles para alcanzar la plena Unión Económica y Monetaria que postula el Tratado de Maastricht.

En consecuencia, resulta imprescindible hacer un diagnóstico correcto de las causas de las recientes turbulencias cambiarias no sólo para encontrar la forma de restablecer la salud del SME sino también para facilitar la transición a la futura Unión. De lo contrario, se correría el riesgo de no lograr ni lo uno ni lo otro.

A mi juicio, las recientes crisis cambiarias no admiten una explicación basada en un único factor desencadenante sino, más bien, en varios. Asimismo, creo que la importancia de los diversos factores ha sido diferente a la hora de explicar las tormentas monetarias de septiembre del pasado año y de julio del año en curso.

En concreto, la crisis de septiembre de 1992 fue debida, en buena parte, a la necesidad de corregir los desequilibrios de competitividad que se habían ido acumulando durante los cinco años precedentes. Desequilibrios, que tuvieron su origen en los persistentes diferenciales de inflación y en un manejo excesivamente rígido del Sistema.

Sin embargo, no todo puede reducirse a problemas de competitividad ya que, de esta forma, sería difícil entender por qué fueron atacadas monedas sin problemas de competitividad como el franco francés, la libra irlandesa o la corona danesa, y por qué los reajustes de otoño del pasado año no consiguieron restablecer de forma duradera la calma en los mercados de divisas. Es evidente, por consiguiente, que tras los recientes acontecimientos cambiarios se encuentran factores adicionales.

En este sentido, creo que las tensiones cambiarias, y en particular las que tuvieron lugar en julio pasado, también se deben a la constatación por parte de los mercados de la seriedad de los dilemas de política económica con que se han enfrentado las autoridades nacionales de los países comunitarios. En particular, la conjunción de unos tipos de interés elevados en Alemania, resultantes de la inadecuada combinación de políticas monetarias y fiscales aplicadas en este país a raíz de la unificación, y los síntomas cada vez más evidentes de recesión económica en el resto de países comu-

nitarios, colocó a las autoridades de estos últimos en una difícil tesitura: o bien continuar manteniendo altos tipos de interés para salvaguardar la estabilidad cambiaria, corriendo el riesgo de acentuar la debilidad del ritmo de actividad económica; o bien reducir los tipos para limitar la recesión, abandonando de esta forma la estabilidad cambiaria.

Dado el considerable grado de incertidumbre existente en los mercados acerca de la voluntad y/o capacidad de las autoridades para defender sus monedas, no es de extrañar que tuviesen lugar fuertes tensiones cambiarias en aquellos casos en que las dificultades para mantener la estabilidad cambiaria aparecían como más evidentes. En estas circunstancias, la facilidad y rapidez con que los mercados fueron capaces, en un entorno de libre circulación de capitales, de tomar fuertes posiciones vendedoras en aquellas monedas percibidas como vulnerables, hicieron sumamente difícil la defensa de las divisas atacadas mediante elevaciones de los tipos de interés o intervenciones oficiales de carácter unilateral.

De los párrafos anteriores se desprende que los problemas del Sistema Monetario Europeo se derivan, por una parte, de la insuficiente coordinación intracomunitaria entre las políticas económicas nacionales, incapaces de evitar la aparición de problemas de competitividad y de dilemas entre objetivos internos y externos; y, por otra, de la insuficiencia de los mecanismos de funcionamiento del Sistema para salvaguardar la estabilidad cambiaria ante fuertes presiones de carácter especulativo. Por todo lo anterior, no es de extrañar que se haya llegado a una situación como la actual, en que las bandas normales de fluctuación han debido ser ensanchadas al  $\pm 15$  por 100 con objeto de permitir la supervivencia del Sistema.

En efecto, cuando no existe un grado suficiente de coordinación entre las políticas económicas nacionales, el mantenimiento de la estabilidad cambiaria resulta altamente precario en un entorno de libre circulación de capitales. De ahí que, o se sientan las bases que permitan mejorar la coordinación de las políticas económicas o se acepta, como ha sucedido, un grado menor de estabilidad cambiaria.

No obstante, la decisión de ampliar las bandas no debe interpretarse como signo de la menor importancia concedida por las autoridades de los países miembros a la conveniencia de mantener estables los tipos de cambio sino, más bien, como un remedio transitorio a los problemas del SME. Remedios que debe permitir, de una parte, restablecer una mayor proporcionalidad entre el riesgo de pérdida y ganancia para los operadores que asuman

posiciones cortas frente a una divisa con el solo fin de «forzar una devaluación» que no resulta justificada. Y, de otra parte, reducir la intensidad de los dilemas entre los objetivos internos y externos de la política económica al hacer posible un mayor grado de diferenciación entre las condiciones monetarias de unos y otros países.

Si se observa la evolución de los mercados cambiarios y financieros desde el 2 de agosto, fecha en la que empezó a regir la banda del  $\pm 15$  por 100, es evidente que la medida ha tenido efectos sedantes sobre los mercados. Efectos, que han venido reforzados por la continuación del proceso de reducción de tipos de interés en Alemania, que ha permitido una moderación de los tipos en otros países sin tener que forzar en exceso a la baja los diferenciales de tipos de interés a corto frente al marco y permitiendo una reducción de los tipos a largo plazo.

No obstante, sería peligroso pensar que la ampliación de las bandas ha resuelto de forma definitiva los problemas de inestabilidad del Sistema. En primer lugar, no debe olvidarse que la medida es de carácter transitorio y que se confía en poder retornar a bandas más reducidas cuando las condiciones sean favorables. En segundo lugar, si bien es verdad que la mayor amplitud de la banda facilita actualmente el mantenimiento de las paridades centrales, también lo es que, a no ser que mejore de forma significativa el grado de coordinación de las políticas económicas de los países comunitarios con el fin de propiciar una recuperación no inflacionista del ritmo de actividad económica, podrían presentarse nuevamente problemas de competitividad y dilemas de política económica que cuestionen la estabilidad del SME. Y, por último, si bien las nuevas bandas hacen menos probable los ataques puramente especulativos, desligados de los fundamentos económicos, no los eliminan totalmente. En particular, podrían darse circunstancias adversas, ligadas a acontecimientos de tipo económico, político o institucional, que propiciasen fuertes tomas de posición contra una o varias monedas y que las empujaran al límite máximo de depreciación permitido por la nueva banda. En tales circunstancias, solamente sería posible preservar la estabilidad en el seno del SME si las autoridades monetarias fueran capaces de persuadir a los mercados de que están dispuestas a defender las paridades centrales de manera solidaria.

En fin, de lo anterior se desprende que el diseño de un mecanismo eficaz de coordinación de políticas económicas y la potenciación de los dispositivos de defensa del SME son dos de las tareas fundamentales que durante los próximos años deben afrontar los gobiernos de los países comunitarios. Según he indicado con anterioridad, no sólo la re-

cuperación de la estabilidad cambiaria, sino el cumplimiento de las condiciones de convergencia que se precisan para acceder a la plena Unión Económica, dependen, en gran medida, de que los problemas anteriores se resuelvan.

Por lo que respecta a la reconstrucción de los procedimientos de coordinación de las políticas económicas nacionales en la Comunidad, la experiencia del SME pone de manifiesto que la pertenencia al mecanismo de cambios, por sí sola, no garantiza plenamente dicha coordinación. O, para ser más exactos, si bien la restricción cambiaria puede servir como punto focal para la coordinación de las políticas monetarias, no sucede lo mismo con las políticas fiscales y las políticas de rentas. En efecto, según se desprende de la evolución económica de los países miembros durante el período de vigencia del Sistema, se han mantenido fuertes disparidades en el comportamiento de los déficit públicos y de los crecimientos salariales que, en último término, han impedido una reducción más rápida de los diferenciales de inflación.

Por otra parte, si bien la coordinación de las políticas monetarias nacionales efectuada por el Sistema, consiguiente en aceptar los tipos de interés que establece el país con mayor peso específico —Alemania—, se ha producido automáticamente en períodos en los que la firmeza antiinflacionista del Bundesbank resultaba beneficiosa para reducir las presiones inflacionistas en el resto de los países miembros, dicha coordinación ha tendido a diluirse durante los períodos de debilidad del ritmo de actividad económica y baja inflación en dichos países.

Es evidente, por consiguiente, que resulta necesario potenciar la coordinación de las políticas económicas en base a criterios adicionales que complementen el de estabilidad cambiaria; y, más aún, en las circunstancias actuales en que la ampliación de las bandas tiende a reducir el énfasis puesto en el tipo de cambio como única vía de coordinación. En este sentido, tal vez debería explorarse la coordinación de las políticas monetarias y fiscales nacionales en torno a la fijación de objetivos explícitos para las variables finales; esto es, de sendas de crecimiento no inflacionario que resulten mutuamente compatibles con el mantenimiento de la estabilidad cambiaria.

Por lo que se refiere a la potenciación de los mecanismos de defensa del Sistema Monetario Europeo, debe comenzar reconociéndose la necesidad de evitar que los comportamientos de naturaleza puramente especulativa terminen con ese «bien público» que constituye el Sistema. Para ello, y como ya he señalado anteriormente, las autorida-

des nacionales deben mostrar ante los mercados firmeza en la defensa de los tipos de cambio centrales que consideren coherentes con la evolución de los fundamentos económicos. Firmeza que, en primer lugar, debe venir basada en el adecuado manejo de los instrumentos de defensa contemplados en los acuerdos de Nyborg-Basilea; esto es, los ajustes de los tipos de interés, la utilización de los márgenes de maniobra efectivos suministrados por la banda de fluctuación y las intervenciones oficiales en los mercados de cambios. Ahora bien, dado que los costes de mantenimiento de la estabilidad cambiaría ante los envites de carácter especulativo pueden resultar, en determinados momentos, muy elevados para aquel o aquellos países cuyas monedas se encuentren en una posición vulnerable, es preciso sentar las bases técnicas e institucionales que lleven a una mayor solidaridad por parte de los países miembros en la defensa del Sistema.

Estos son, en fin, los problemas que actualmente presenta el Sistema Monetario Europeo y que deben resolverse lo antes posible para propiciar una transición estable a la plena Unión Económica y Monetaria. Transición que, según dispone el Tratado de Maastricht, ha dado comienzo el primero de enero del presente año con la entrada en vigor de la Segunda Etapa.

### **III. LA SEGUNDA ETAPA DE LA UNIÓN ECONOMICA Y MONETARIA**

En esta sección se exponen las cuestiones relacionadas con la Segunda Etapa con objeto de evaluar su impacto potencial sobre el marco monetario y financiero de la Comunidad. Para ello, se describen los principales cambios estructurales que supone la entrada en vigor de la Segunda Etapa.

#### **1. Vigilancia de los déficit públicos excesivos**

El primer cambio estructural consiste en que, a partir del primero de enero del presente año, se comienzan a aplicar las disposiciones establecidas en el Tratado de Maastricht para evitar la existencia de déficit públicos excesivos. Con este motivo, la Comisión vigilará la evolución de las finanzas públicas nacionales con el propósito de detectar situaciones en las cuales los déficit se sitúen por encima del 3 por 100 del PIB y/o la deuda pública se sitúe por encima del 60 por 100 del PIB y no se aprecie una evolución tendente a converger a dichas normas.

Ahora bien, debe ponerse de manifiesto que, durante la Segunda Etapa, los órganos comunitarios

tan sólo podrán ejercer la persuasión moral ante los estados que incurran en déficit públicos considerados como excesivos, ya que las facultades sancionadoras se reservan tan sólo para la Tercera Etapa.

#### **2. Financiación del sector público**

El segundo cambio estructural se refiere a la introducción de normas tendentes a endurecer las condiciones de financiación del sector público. Dichas normas entran también en vigor automáticamente con el inicio de la Segunda Etapa pero, a diferencia de lo que sucede con las anteriores disposiciones referentes al tamaño del déficit y la deuda pública, son precisas e inapelables.

Las principales normas de disciplina financiera a las que me refiero son las siguientes:

Por un lado, se prohíbe que los bancos centrales nacionales puedan autorizar descubiertos o conceder cualquier línea crediticia al sector público y que adquieran directamente títulos de deuda en el mercado primario. Se admite, no obstante, la posibilidad de adquirir deuda en el mercado secundario por parte de los bancos centrales con objeto de regular las condiciones de liquidez mediante operaciones de mercado abierto.

Por otro lado, se prohíbe que los organismos públicos puedan acceder al crédito de las instituciones financieras en condiciones privilegiadas, por lo que aquellos deberán soportar costes financieros análogos a los que corresponden a cualquier entidad privada.

Y, por último, se establece que la Comunidad Europea no tendrá la obligación ni asumirá la responsabilidad de rescatar la deuda de ninguna entidad pública de cualquier estado miembro; y que ningún estado miembro tendrá la obligación o asumirá la responsabilidad de rescatar la deuda de cualquier otro estado miembro.

La racionalidad de las normas descritas es la de hacer más evidente para los gobiernos el coste financiero del déficit público, así como evitar que la política monetaria venga sometida a la presión de tener que financiar al sector público, lo que podría dificultar el cumplimiento de sus objetivos de carácter antiinflacionista.

#### **3. Proceso de convergencia**

El tercer cambio estructural ligado al inicio de la Segunda Etapa se refiere al proceso de convergencia. En efecto, el Tratado de Maastricht establece

que solamente estarán en condiciones de acceder a la plena Unión Económica y Monetaria en un primer momento aquellos países comunitarios que sean capaces de alcanzar un grado suficiente y duradero de convergencia; convergencia que será evaluada en base a los siguientes criterios: estabilidad de precios, saneamiento de las finanzas públicas, estabilidad cambiaria y similitud entre los tipos de interés a largo plazo.

Sin entrar a valorar si estos criterios resultan ser los más adecuados y oportunos para regular el acceso a la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria, quiero dejar constancia de que actualmente ningún país comunitario satisface todas y cada una de las condiciones de convergencia establecidas en el Tratado.

Asimismo, no debe ocultarse que existen dificultades importantes para lograr la convergencia. De una parte, la coyuntura recesiva actual hace todavía más difícil la introducción de medidas drásticas de reducción del déficit público y de reforma estructural en los mercados de bienes y de trabajo. Y, de otra parte, el logro de los grados de estabilidad cambiaria y de similitud de tipos de interés a largo plazo que se requiere para cumplir con los requisitos de convergencia del Tratado de Maastricht hace imprescindible que las autoridades nacionales comiencen a los mercados de su disposición para defender la paridad central de sus monedas ante ataques puramente especulativos.

Por consiguiente, dado que la convergencia exige realizar un esfuerzo importante en un período relativamente corto de tiempo y en condiciones económicas difíciles, únicamente estarán en condiciones de conseguirla aquellos países cuya sociedad perciba claramente los costes derivados de su alejamiento del proceso de construcción europea, y, en consecuencia, conceda a sus gobiernos el respaldo moral para acometer con prontitud las reformas oportunas.

#### **4. Autonomía de los bancos centrales**

El cuarto cambio estructural asociado con la entrada en vigor de la Segunda Etapa de la Unión Económica y Monetaria se refiere a la necesidad de que, con anterioridad al inicio de la Tercera Etapa, los bancos centrales de los estados miembros obtengan el Estatuto de Autonomía. Autonomía, que debe entenderse tanto en un sentido político o institucional, permitiendo que el banco central desempeñe sus funciones sin venir sujeto a instrucciones del gobierno; como en un sentido económico u operativo, haciendo que el banco central pueda emplear sin restricciones los instrumen-

tos monetarios pertinentes para el cumplimiento de sus funciones.

La racionalidad de las disposiciones del Tratado tendientes a garantizar la autonomía de los bancos centrales de los países comunitarios es la de hacer posible que la política monetaria se oriente hacia su principal objetivo: la consecución de la estabilidad de precios. Dicha racionalidad, a su vez, viene basada en la amplia evidencia empírica existente a nivel internacional, que muestra una estrecha relación entre el grado de autonomía del banco central de un país y el éxito alcanzado en la lucha contra la inflación.

Dado que la mayoría de los bancos centrales de los países comunitarios no posee en estos momentos el grado de autonomía que exige el Tratado de Maastricht, es de esperar que durante los próximos años tenga lugar un intenso proceso legislativo en estos países para adecuar la situación estatutaria de sus bancos emisores. Proceso que, en España, ya se ha iniciado con la aprobación por el Consejo de Ministros del Proyecto de Ley de Autonomía del Banco de España y su posterior envío al Parlamento.

Quiero poner de manifiesto, no obstante, que los efectos de la concesión de los estatutos de autonomía de los bancos centrales nacionales serán tanto más favorables cuanto más adecuada sea la combinación de políticas monetarias y fiscales llevadas a cabo en los países comunitarios. En efecto, según postulan los principios económicos y confirma ampliamente la experiencia, la credibilidad antiinflacionista de la política monetaria depende no sólo del grado de autonomía del banco central, sino de la consistencia y credibilidad del conjunto de la política económica.

#### **5. El Instituto Monetario Europeo**

El último, pero no el menos importante, de los cambios estructurales que tienen lugar como consecuencia de la entrada en vigor de la Segunda Etapa de la Unión Económica y Monetaria es la creación el primero de enero de 1994 del Instituto Monetario Europeo (IME), sucesor del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad y precursor del Banco Central Europeo. Como ustedes saben, se ha escogido a Frankfurt como sede del Instituto y a Alexander Lamfalussy, ex director general del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, como primer presidente del mismo.

Por lo que se refiere a las funciones del Instituto, deseo subrayar que si bien éste tiene personalidad jurídica propia, durante la Segunda Etapa la responsabilidad en materia de política monetaria sigue

estando en manos de las autoridades nacionales en virtud de las disposiciones del Tratado. En consecuencia, no se contempla que el Instituto asuma directamente la responsabilidad de formular la política monetaria en la Comunidad ni la responsabilidad de salvaguardar la estabilidad cambiaria en el Sistema Monetario Europeo.

Ahora bien, esto no significa en absoluto que el IME no vaya a desempeñar un papel importante. Por el contrario, según establece el Tratado, el Instituto tiene entre sus objetivos reforzar el grado de coordinación entre las políticas monetarias de los países comunitarios y preparar el camino para la puesta en práctica de la política monetaria única en la Tercera Etapa.

Durante la primera parte de mi intervención he aludido con cierta extensión a la importancia de la primera tarea del Instituto, consistente en potenciar el grado de coordinación entre las políticas monetarias nacionales. En consecuencia, a continuación paso directamente a comentar las cuestiones relativas a las tareas de preparación de la futura política monetaria europea, que revisten considerable importancia estratégica.

Según lo dispuesto en el Tratado, el inicio de la Tercera y última Etapa de la Unión Económica y Monetaria antes de que termine la presente década va a significar un cambio estructural de envergadura como consecuencia de la introducción de una política monetaria única, que será formulada por el Sistema Europeo de Bancos Centrales en un marco de tipos de cambio irrevocablemente fijados entre las monedas de los países participantes y, posteriormente, de una moneda única.

Sin duda, el paso desde una situación caracterizada por la yuxtaposición de diversas políticas monetarias nacionales, formuladas para alcanzar objetivos económicos nacionales e instrumentadas mediante diferentes procedimientos, a otra situación caracterizada por la presencia de una política monetaria única, formulada por la nueva institución monetaria europea para alcanzar objetivos para el conjunto del área e instrumentada de manera uniforme, constituye un acontecimiento de gran relevancia económica y política.

Con objeto de exponer la importancia y las dificultades de la tarea que tiene ante sí el Instituto, paso seguidamente a describir cuáles son algunas de las diferencias más importantes que actualmente existen en los países comunitarios tanto por lo que respecta a las estrategias que rigen la formulación de la política monetaria como, muy especialmente, a los instrumentos y procedimientos utilizados para su ejecución.

Por lo que se refiere a las estrategias de política

monetaria, si bien la estabilidad de precios es el objetivo en torno al cual se han venido orientando durante los últimos años en la práctica las políticas monetarias de los países comunitarios, actualmente existen diferencias importantes en el grado de autonomía efectiva del que gozan dichos países para conseguir sus objetivos, dependiendo de si pertenecen o no al mecanismo de disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo, así como de su capacidad de influencia en los tipos de interés que prevalecen para el conjunto del Sistema.

En los países comunitarios, la política monetaria generalmente se instrumenta a través de una variable que cumple la función de objetivo intermedio y que suele ser un agregado monetario o el tipo de cambio. A su vez, las autoridades disponen de una serie de instrumentos y técnicas que les permiten regular las condiciones de liquidez con objeto de alcanzar los objetivos monetarios previamente establecidos.

En estos últimos años, ha habido una notable tendencia hacia la uniformidad de los distintos instrumentos y técnicas monetarias nacionales dado el papel cada vez más importante que han jugado las operaciones de mercado abierto en el control de la liquidez y el lugar preeminente que han pasado a ocupar los tipos de interés del mercado de dinero como objetivo operativo en la orientación diaria de la política monetaria en todos los países de la Comunidad. No obstante, todavía subsisten diferencias notables en ciertos ámbitos.

En primer lugar, el papel jugado por los coeficientes bancarios como instrumento de política monetaria es muy desigual en los distintos países comunitarios. En principio, de las dos funciones de política monetaria tradicionalmente asociadas con dichos coeficientes —el control de la cantidad de dinero y la estabilización de la demanda de activos de caja por parte del sistema bancario—, la segunda es la que actualmente tiende a ser de mayor importancia en los países que mantienen coeficientes, que son la mayoría de la Comunidad. Sin embargo, el nivel, la remuneración así como el método de cómputo de los coeficientes varía notablemente entre los países miembros.

En segundo lugar, las líneas crediticias y/o de depósito disponibles por parte del sistema bancario en los bancos centrales nacionales, cuyo papel principal consiste en regular las condiciones de mercado y señalar las intenciones de las autoridades monetarias, tienen una importancia diferente en distintos países y se administran a través de procedimientos muy diversos. De este modo, salvo en los casos de Holanda y Alemania, en el resto de países comunitarios las líneas de crédito perma-

nente tan sólo canalizan una pequeña parte de la oferta de liquidez de los bancos centrales al sistema bancario.

En tercer lugar, si bien es cierto, como he señalado anteriormente, que las operaciones de mercado abierto son el instrumento más ampliamente utilizado para regular las condiciones de liquidez en la totalidad de países miembros, no obstante subsisten diferencias importantes por lo que se refiere al tipo de operaciones que se llevan a cabo y su frecuencia. Por ejemplo, existen países como el Reino Unido en el que éstas tienen lugar varias veces por día, y otros, como Alemania y Holanda, en las que se ejecutan aproximadamente una vez a la semana. Sin duda, la inexistencia de coeficientes bancarios en el Reino Unido es un factor que contribuye a incrementar la variabilidad de la demanda de liquidez por parte del sistema bancario, lo que hace necesario que las autoridades de dicho país estén casi constantemente operando en los mercados de dinero.

En fin, partiendo de la situación actual, caracterizada por la existencia de numerosas diferencias en la formulación e instrumentación de la política monetaria en los países de la Comunidad, el Instituto Monetario Europeo deberá sentar las bases que permitan pasar, en el futuro, a una sola política monetaria para la Unión, decidida centralmente, formulada estratégicamente para alcanzar la estabilidad de precios en el conjunto del área e instrumentada de manera consistente en la misma.

Es obvio, dada la magnitud e importancia de la tarea que tiene ante sí el Instituto, que según cuál sea el modelo que finalmente se adopte para llevar a cabo la política monetaria única, las consecuencias para el marco económico-financiero de la Comunidad y para los participantes en los mercados serán diferentes. En este sentido, son varias las cuestiones que deben ser estudiadas por el Instituto, como paso previo a su adopción por parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales:

En relación a la estrategia de la política monetaria, las principales son las siguientes: ¿debe llevarse a cabo la futura política monetaria mediante objetivos intermedios o prescindir de los mismos?; y si se decide adoptar un objetivo intermedio, ¿qué agregado monetario u otra variable deberá desempeñar dicha función?

Por lo que respecta a los instrumentos y técnicas de la política monetaria, algunas de las cuestiones más importantes son: ¿cuál es el grado adecuado de descentralización para ejecutar la política monetaria en la futura Unión?; ¿qué papel jugarán los coeficientes bancarios?; ¿cuál será la importancia en el suministro de la liquidez de las líneas perma-

nentes de crédito establecidas por el Sistema Europeo de Bancos Centrales con las entidades bancarias?, y ¿en qué medida deberán armonizarse las condiciones de acceso a dichas líneas en los diversos países?

Con objeto de empezar a preparar las tareas del IME, su predecesor, el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad, ha llevado a cabo en los últimos años una serie de trabajos y estudios previos a través de diversos subcomités y grupos de trabajo. En particular, el Comité ha comenzado a explorar las ventajas relativas de las distintas técnicas y procedimientos disponibles para llevar a cabo la política monetaria única en la plena Unión Económica y Monetaria. Asimismo, el trabajo del Comité de Gobernadores se ha centrado en las siguientes otras áreas: los problemas relacionados con la impresión y emisión del futuro billete europeo en ecus; la adaptación e interconexión de los sistemas de pagos nacionales con objeto de asegurar que las condiciones monetarias sean las mismas en cualquier punto de la Unión; la creación de una base estadística consistente que permita al Sistema Europeo de Bancos Centrales disponer de la información precisa para llevar a cabo eficazmente la política monetaria; la armonización de las normas y prácticas contables de los bancos centrales nacionales en el camino hacia la adopción de una normativa uniforme por parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales; y, finalmente, el diseño de una infraestructura informática adecuada que permita la interconexión de los sistemas de información y comunicaciones de los bancos centrales de los países miembros.

#### IV. CONCLUSION

En el presente artículo he tratado de identificar y analizar cuáles son las principales cuestiones de índole estratégica y táctica que plantea la transición desde el Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria Europea. Según he intentado poner de relieve, los interrogantes que planean sobre la transición son numerosos, ya que recuperar la estabilidad cambiaria y alcanzar un grado adecuado de coordinación entre las políticas económicas nacionales que permita progresar en el camino de la convergencia durante la Segunda Etapa son tareas muy difíciles, que requieren considerables dosis de voluntad política y respaldo social. Asimismo, todavía quedan pendientes de resolver numerosas cuestiones de índole técnica por lo que se refiere a la preparación del marco logístico para llevar a cabo la futura política monetaria europea.

La respuesta que finalmente se dé tanto a los

problemas técnicos como a los anteriormente citados, referentes a la coordinación de las políticas nacionales y al reforzamiento de la cohesión del Sistema Monetario Europeo va a tener, indudablemente, una singular incidencia sobre el marco económico y financiero de la Comunidad. Cabe esperar, por tanto, que el Instituto Monetario Europeo y los bancos centrales nacionales contribuyan eficazmente a la solución de estos problemas durante los próximos años.

# DIMENSION INTERNACIONAL DE LA UNION MONETARIA EUROPEA: IMPLICACIONES PARA EL DOLAR

Karen H. Johnson (\*)

## INTRODUCCION

Los planes para avanzar hacia una unión monetaria europea han atraído la atención de los observadores de los mercados financieros mundiales durante los últimos años. La adopción de una moneda única, el ecu, para la economía europea, ya sea en una fase o en varias, podría significar una divisa para una economía cuyo PIB equivale aproximadamente al 110 por 100 del de los Estados Unidos. Semejante divisa inevitablemente desempeñaría un papel relevante en los mercados financieros mundiales, y en ese sentido sería un rival para el dólar.

Los acontecimientos desde septiembre de 1992 sugieren que la transición a la unión monetaria puede estar marcada, en potencia, por períodos ocasionales de inestabilidad en los mercados de divisas. Durante tales períodos, el nivel y/o la estabilidad del valor de cambio del dólar bien podría verse afectado.

Este documento trata de analizar los distintos elementos del papel internacional del dólar y, hasta donde sea posible, de aportar información cuantitativa sobre el nivel corriente del uso del dólar y cómo puede estar cambiando, incluso en respuesta a la unión monetaria europea. El trabajo tiene en cuenta, sucesivamente: 1) el valor de cambio del dólar —cómo se relaciona con el mecanismo de tipos de cambio y lo que podría implicar con respecto al dólar y a la unión monetaria—; 2) el dólar como activo de reserva, incluyendo las reservas públicas y privadas, y 3) el dólar como divisa vehículo en el comercio de bienes y activos, incluyendo facturación, denominación de activos e instrumentos de pago. Además, se plantea una perspectiva macroeconómica referente al alcance del impacto que tendrá en los Estados Unidos la transición a la unión monetaria europea y las opciones políticas que se espera vayan asociadas a ese proceso. El apartado final aporta un resumen de ideas acerca del dólar y la unión monetaria europea.

## EL VALOR DE CAMBIO DEL DOLAR

La tendencia hacia los tipos de cambio flotantes en los primeros años setenta permitió a los tipos de cambio de las diferentes monedas desarrollarse independientemente unas de otras. Por su verdadera naturaleza, sin embargo, un tipo de cambio refleja la evolución económica en dos países, no en uno. Por otra parte, las noticias que tienen impacto en los puntos de vista de los agentes del mercado con respecto a una moneda modifican el atractivo relativo de esa moneda; cuando las carteras del mercado se ajustan a manera de respuesta, los tipos de cambio de esa moneda pueden verse afectados en los términos de otras muchas monedas, como pueden ser los tipos de cambio de las otras monedas entre sí.

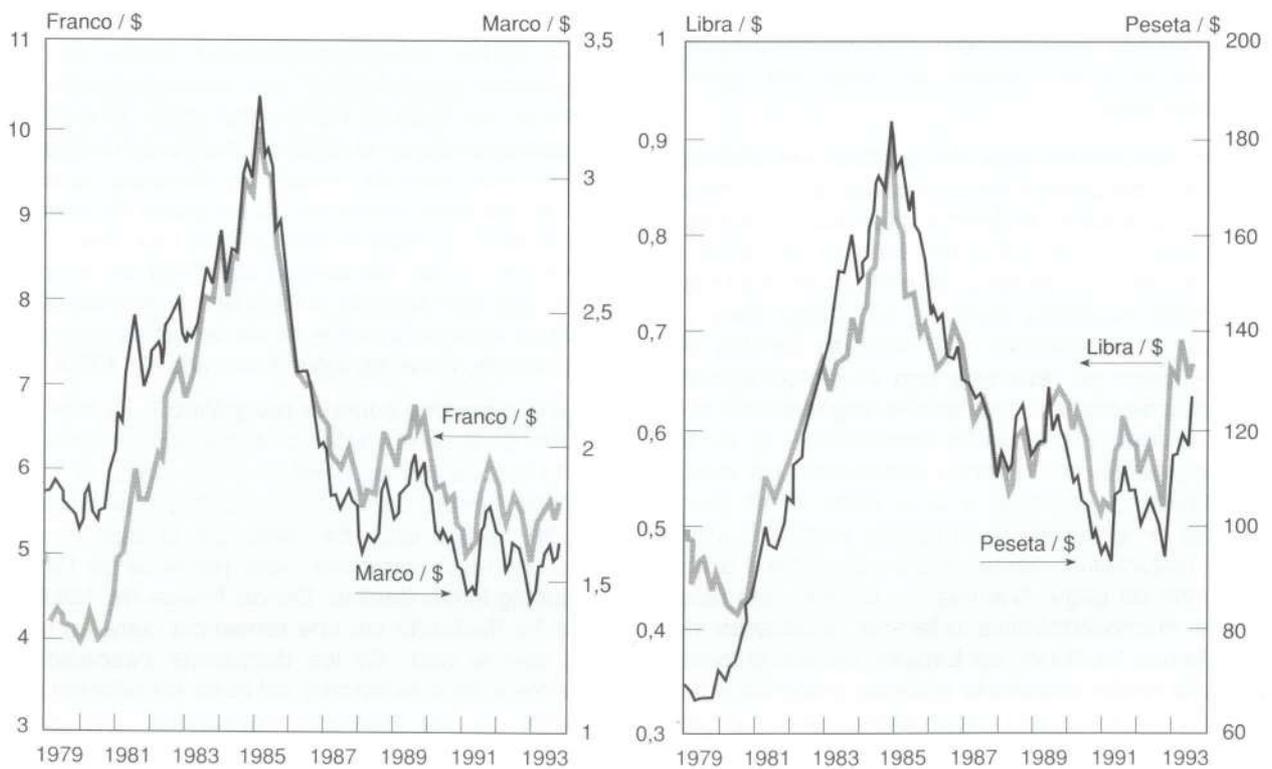
Aunque el dólar no participa en el mecanismo de tipos de cambio (ERM) del Sistema Monetario Europeo (SME), los acontecimientos dentro de ese mecanismo pueden tener, y a menudo tienen, impacto en los tipos de cambio del dólar. El éxito de los participantes en el ERM en mantener la estabilidad de sus tipos de cambio en términos de cada una de las otras monedas da un grado de estabilidad al dólar, aunque el dólar pueda moverse en relación con todas las divisas del ERM en su conjunto. Los períodos de volatilidad dentro del ERM implican necesariamente movimientos del dólar en términos de al menos alguna moneda del ERM.

En el diagrama superior del gráfico 1, se muestra el valor en ecus del dólar en el período transcurrido desde la creación del ERM en 1979 (hasta el 30 de junio de 1993). En la mayor parte del período, el tipo de cambio está dominado por el ascenso general en el valor del dólar hasta primeros de 1985 y su subsiguiente declive. Desde finales de 1987, el dólar ha fluctuado sin una tendencia clara en relación con el ecu. En los diagramas inferiores se muestra el tipo de cambio del dólar en relación con algunas de las monedas integrantes. Los movimientos del dólar en relación con el marco alemán tienden a ser paralelos a los registrados para con

GRAFICO 1  
TIPO DE CAMBIO DEL ECU



TIPO DE CAMBIO DEL DOLAR



el ecu, en parte porque el marco tiene el mayor peso dentro del ecu y en parte a causa del éxito de los otros países del ERM a la hora de estabilizar sus tipos de cambio en relación con el marco. El movimiento del tipo de cambio franco francés/dólar refleja también el ascenso general del dólar al principio de los ochenta. A diferencia del caso del marco, el dólar ha tendido a subir un poco en relación con el franco en el conjunto del período. Para la peseta, que se adhirió al ERM en junio de 1989, y la libra, que se adhirió en octubre de 1990 y luego suspendió su pertenencia en septiembre de 1992, ha habido un ascenso más significativo en el valor del dólar en el conjunto del período, pero la tendencia general del dólar a fluctuar en una banda muy estrecha después de bajar de sus cotas de 1985 sigue siendo evidente.

Los tipos de interés del dólar a corto plazo (gráfico 2) se mantuvieron cercanos al tipo euro-ecu a tres meses la mayor parte del tiempo entre mediados y finales de los ochenta. Desde 1990, sin embargo, los tipos del dólar han caído a los niveles más bajos del período, mientras los del ecu se mantuvieron durante 1990-1992 antes de caer en 1993. De los tipos de interés de los integrantes del ecu, los tipos alemanes subieron al principio de los noventa, mientras los del dólar descendían. Los tipos de la peseta se mantuvieron relativamente altos durante los últimos años, pero han descendido más recientemente.

Los datos de estos dos gráficos confirman que el dólar ha fluctuado libremente frente a las monedas de la CE durante este período. El tipo de cambio del dólar no ha mostrado una tendencia clara en relación al ecu, pero ha fluctuado con bastante amplitud. Mientras los tipos de interés del dólar se han movido a veces de forma similar a los del ecu, particularmente a principios de los ochenta, cuando la generalidad de los países industrializados intentaba bajar la inflación recurriendo a condiciones monetarias más estrictas, estos tipos han divergido con claridad más recientemente.

El examen del impacto —si es que lo ha habido— del ERM sobre el dólar es una forma de intentar evaluar lo que podrían ser las implicaciones de la unión monetaria europea para el valor de cambio del dólar (1). Sin embargo, hay que recordar que la unión monetaria borrará toda posibilidad de fluctuación del tipo de cambio entre las monedas de los países participantes y eliminará además las características del ERM más estudiadas por la literatura. El ERM puede ser entendido como un estadio intermedio entre los tipos de cambio de flotación libre y los tipos absolutamente fijos (o una moneda única). La historia del ERM es un buen observatorio para adentrarse en el período de transición ha-

cia la plena unión monetaria europea. Menos claro está si estudiar el período del ERM nos dará una idea de cómo se comportará probablemente el tipo de cambio ecu/dólar bajo la unión monetaria (2).

## Volatilidad del ERM

Un posible negocio para los poseedores de dólares es que la volatilidad dentro del ERM pueda «desbordarse» en un impacto sobre el dólar. Los episodios de volatilidad dentro del ERM podrían ser sistemáticamente relacionados con el nivel o los cambios en el nivel del dólar; por ejemplo, durante períodos que se perciben como arriesgados para las monedas del ERM los fondos podrían abandonar en bloque el ERM y convertirse en dólares, ejerciendo presión al alza sobre los tipos de cambio del dólar. Un resultado así implicaría una relación entre la volatilidad del ERM y el tipo medio de cambio del dólar. De forma alternativa a esto, la volatilidad en el ERM puede asociarse a una elevada volatilidad en el tipo del cambio del dólar y un desorden general de los mercados, sin tener necesariamente un efecto sistemático en el tipo medio de cambio. En ese caso, la volatilidad en un grupo de tipos de cambio estaría relacionada con la volatilidad en otro.

En un intento de ver si los datos proporcionan alguna evidencia de una relación sistemática entre los acontecimientos en el seno del ERM y los tipos de cambio del dólar, utilizamos el tipo de cambio franco francés/marco alemán (gráfico 3) para identificar subperíodos en el intervalo 1979-1993. La medida de la volatilidad del ERM utilizada fue la variación de los cambios diarios en este tipo, donde los cambios fueron medidos como la primera diferencia del logaritmo natural del tipo de cambio. El examen de los datos año por año junto con las fechas de los realineamientos del ERM sugirieron que toda la historia del ERM (hasta junio de 1993) podía dividirse en seis períodos: marzo de 1979 a diciembre de 1979, enero 1980-febrero 1981, marzo 1981-abril 1983, mayo 1983-junio 1985, julio 1985-enero 1987, febrero 1987-junio 1993. Además, dividimos el período final en tres subperíodos: febrero 1987-agosto 1992, septiembre 1992-diciembre 1992, enero 1993-junio 1993, para tener una visión más precisa del turbulento período de finales de 1992.

Posteriormente, estos períodos fueron revisados para comprobar la igualdad de la medida de su volatilidad a lo largo del tiempo, utilizando un *test* estándar F. Período a período, se revisó la igualdad de la variación de los cambios diarios comparada con las del período siguiente (utilizando un *test* de

GRAFICO 2  
TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO

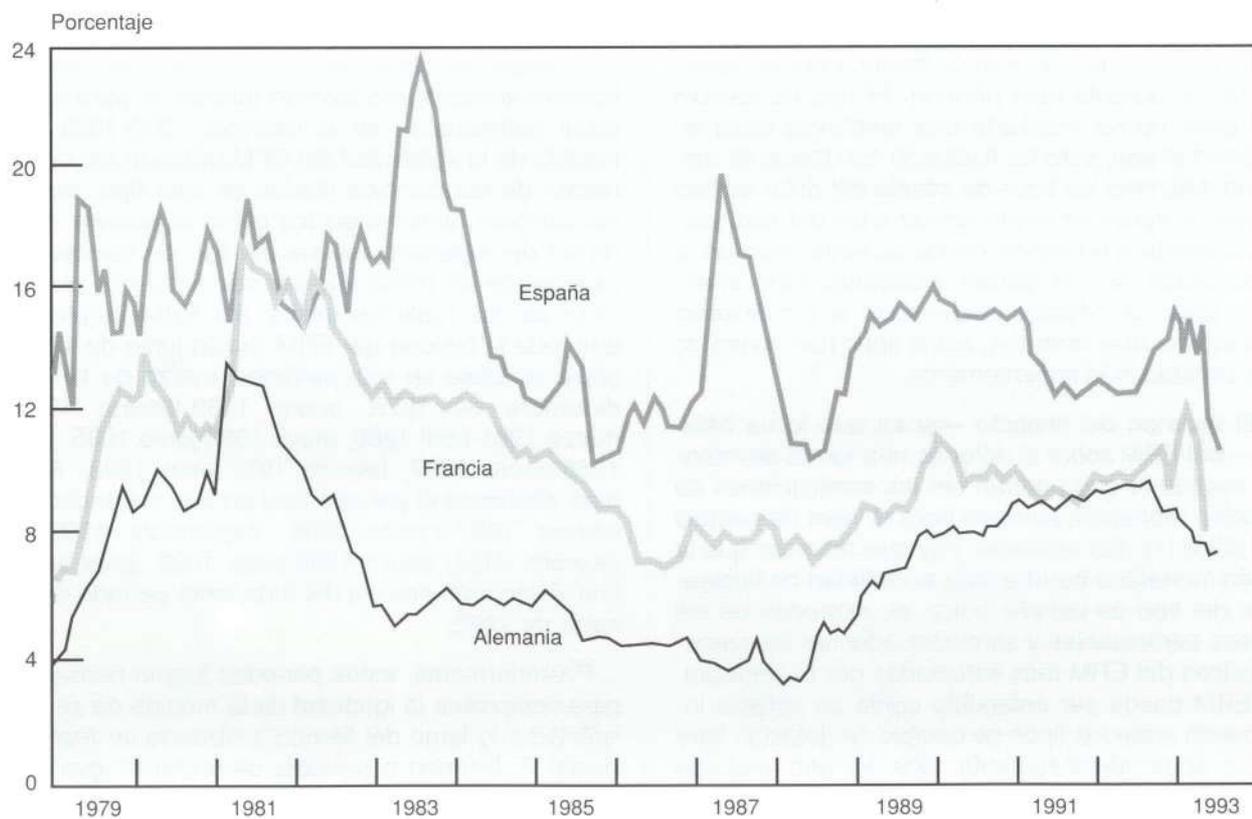
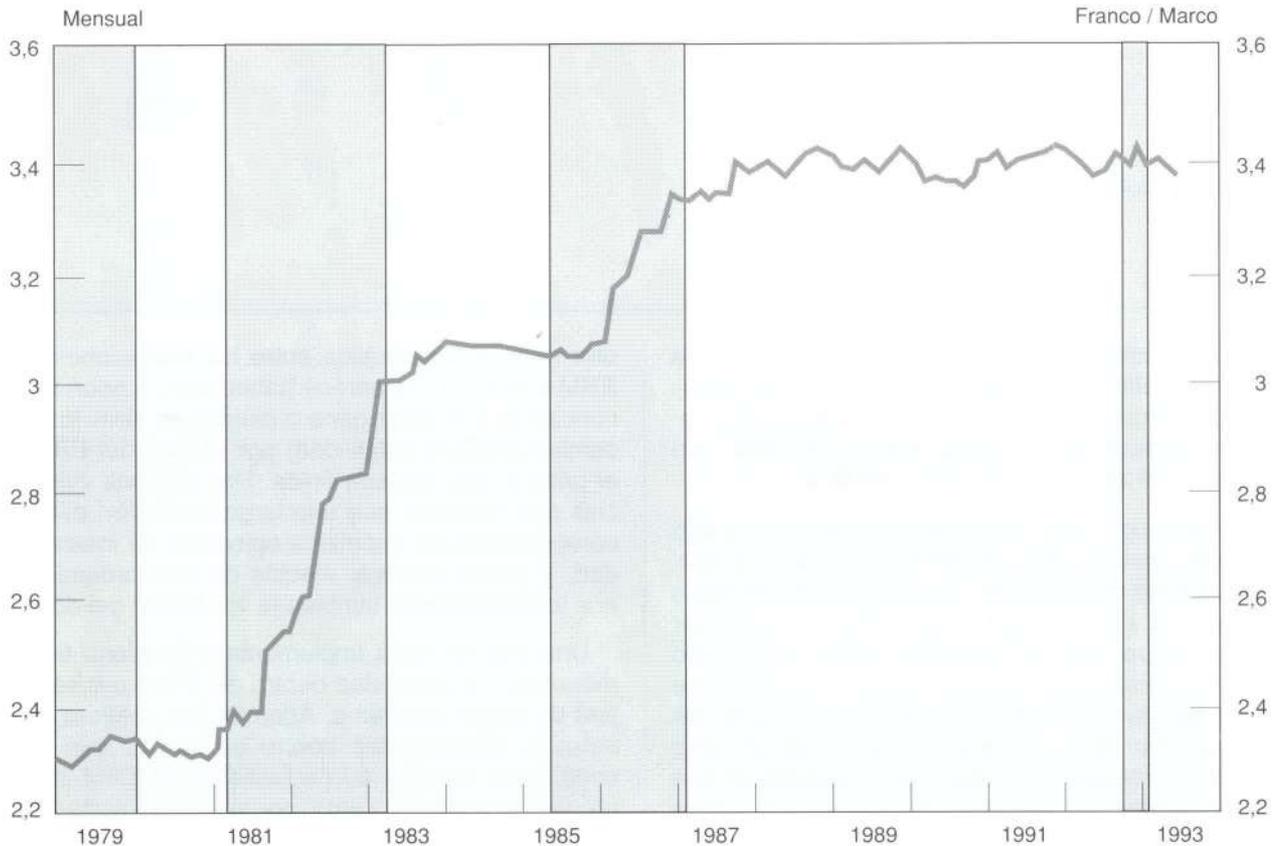


GRAFICO 3  
TIPO DE CAMBIO DEL FRANCO FRANCÉS POR EL MARCO ALEMAN



Las zonas sombreadas señalan períodos reseñados como de alta volatilidad del ERM.

una cola cuando los datos habían sido estructurados para producir períodos alternativos de alta y baja volatilidad). De este modo, cada período fue contrapuesto al que le precedía y seguía, de manera que se confirmó una secuencia de períodos de alta y baja volatilidad, aunque a la largo del tiempo el total absoluto de variación en datos de los cambios diarios pareció descender (3). El *test F* confirmó que sobre la base del comportamiento del tipo de cambio franco francés/marco alemán el siguiente período se podría considerar como un período de volatilidad alternativamente alta y baja dentro del ERM (4).

Marzo 1979-diciembre 1979 .....	Alta
Enero 1980-febrero 1981 .....	Baja
Marzo 1981-abril 1983 .....	Alta
Mayo 1983-junio 1985 .....	Baja
Julio 1985-enero 1987 .....	Alta
Febrero 1987-junio 1993 .....	Baja

Durante el último período, los mismos *tests* revelaron la existencia de los siguientes subperíodos:

Febrero 1987-agosto 1992 .....	Baja
Septiembre 1992-diciembre 1992.....	Alta
Enero 1993-junio 1993 .....	Baja

La siguiente cuestión era si estos períodos caracterizaban también el comportamiento sistemático del dólar. Para el tipo de cambio ecu/dólar, la media y la variación de los cambios diarios del dólar en cada período fue la que se recoge en el cuadro número 1.

Dada la definición de volatilidad ERM que se usa, los datos de los seis períodos principales no respaldan la idea de que los períodos de alta volatilidad en el seno del ERM tienden a ir asociados a presiones al alza en el equilibrio del dólar en relación con el ecu. En dos de los tres períodos identificados como de alta volatilidad, el equilibrio del dólar tiende a descender en relación con el ecu a lo largo del período (aunque el cambio medio diario fuera muy próximo a cero). Además, el período de máximo cambio medio diario del dólar —enero de 1980 a febrero de 1981— fue un período de baja volatilidad del ERM según el sistema de medida

CUADRO NUM. 1

Periodo	Volatilidad ERM	Media cambios diarios en \$ (x 1.000)	Variación de cambios diarios \$ (x 1.000)
3/79-12/79 .....	Alta	-0,236	0,015
1/80- 2/81 .....	Baja	0,609	0,046
3/81- 4/83 .....	Alta	0,462	0,061
5/83- 6/85 .....	Baja	0,209	0,670
7/85- 1/87 .....	Alta	-0,979	1,965
2/87- 6/93 .....	Baja	0,024	0,065
Para los tres subperíodos:			
2/87- 8/92 .....	Baja	-0,165	0,064
9/92-12/92 .....	Alta	2,441	0,112
1/93- 6/93 .....	Baja	0,478	0,047

usado. Durante los subperíodos que provocaron la caída de 1992, estos resultados fueron los inversos. El período de muy elevada volatilidad de septiembre a diciembre de 1992 estuvo asociado con presiones al alza en el equilibrio del dólar.

Con respecto a la volatilidad del dólar, el modelo mostrado para los seis períodos principales es bastante distinto del del ERM. La variación de cambios diarios del dólar tiende claramente a ascender desde un período al siguiente hasta el intervalo 7/85-1/87. Este intervalo es también uno de los de alta volatilidad del ERM, y el siguiente uno de los de baja. No obstante, este modelo radicalmente distinto no requiere un cálculo para establecer que las variaciones no son alternativamente alta y baja como en la medición del ERM. Una vez más, sin embargo, los subperíodos desde 1987 arrojan un resultado diferente. Para el tipo ecu/dólar, los cambios diarios son significativamente más volátiles en el período de septiembre a diciembre de 1992 que en los subperíodos anterior y posterior, tal como ocurre en el caso de nuestra medición de la volatilidad del ERM.

A partir de estos datos y de la medición de la volatilidad empleada parecería que para intervalos muy largos, cuando el ERM ha evolucionado hacia una volatilidad en general más baja, pero con episodios identificables de volatilidad más alta y más baja a lo largo del proceso, no se puede identificar una relación sistemática ni con el cambio medio ni con la volatilidad del tipo de cambio ecu/dólar. Sin embargo, los datos del episodio de extrema inestabilidad del ERM de septiembre de 1992 sugieren que durante intervalos más cortos puede darse el desbordamiento hacia el dólar de la volatilidad del ERM. Una selección más afinada, que se fijara en episodios de unos pocos días, confirmaría probablemente la presencia de efectos de desbordamiento, pero no está claro que los efectos que vienen y van en unos cuantos días tengan importancia duradera. En resumen, dada la débil evidencia, a partir de los datos examinados en este estudio, de

una relación sistemática entre las evoluciones del ERM y el dólar, no parece haber base a priori para concluir que el dólar gane o pierda (en términos de cambio medio o volatilidad) por el final del ERM y el paso a una moneda única. Hay algunas evidencias que sugieren que una larga transición estaría caracterizada por repetidos episodios de inestabilidad, y podría generar efectos de desbordamiento que incrementarían también la volatilidad del dólar.

Una vez se haya implementado la plena unión monetaria, la volatilidad dentro del ERM *per se* dejará de ser un problema. Además, las políticas monetarias diferenciadas dentro de la CE, que han contribuido a veces a la volatilidad del ERM, dejarán de ser posibles, como, por supuesto, sería también el caso de los flujos especulativos de capital. Estos factores sugieren que, desde el punto de vista del dólar, el paso a la unión monetaria puede reducir cualquier desbordamiento de inestabilidad que pueda haber ocurrido bajo el ERM. Sin embargo, los choques económicos, que tienen diferente impacto en los distintos miembros de la CE, pueden seguir ocurriendo, y el tipo de cambio dentro de la CE dejará de ser parte del proceso de ajuste; en consecuencia, las fluctuaciones del ecu frente a otras monedas, incluyendo el dólar, pueden representar un papel más importante en el ajuste a tales choques económicos.

## EL DOLAR COMO ACTIVO DE RESERVA

### Reservas públicas

Durante todo el período posterior a la segunda guerra mundial hasta la fecha, el dólar ha servido como el principal activo de reserva público internacional. Semejante uso del dólar surge naturalmente bajo el sistema de tipos de cambio fijado en Bretton Woods, cuando países distintos de los Estados Unidos tendieron a ajustar sus monedas en relación al dólar y a mantener reservas en dólares (5).

El dólar ha seguido estando, en cantidades significativas, en las carteras públicas, incluso después de la quiebra del sistema de Bretton Woods y el paso a un régimen de tipo de cambio flotante. Por supuesto otras monedas han entrado en las carteras públicas, y con el tiempo el cupo del dólar en tales reservas ha tendido a disminuir.

El cuadro núm. 2 muestra el porcentaje de dólares, libras, marcos y muchas otras monedas en las reservas públicas de los países industrializados y en vías de desarrollo, en determinados años desde mediados de los setenta. Aunque los porcentajes muestran cierta tendencia a fluctuar, hay claramente una tendencia general del cupo del dólar a caer para ambos grupos de países desde finales de los setenta (6). El porcentaje del dólar ha cambiado mucho menos para los países en desarrollo que para los industrializados, y para ambos grupos se ha mantenido estable desde mediados de los ochenta. Con algún descenso en el porcentaje de dólares en las reservas públicas, ha aumentado el cupo de los marcos alemanes y, en menor medida, de los yenes japoneses. El cuadro superior contabiliza como reservas en dólares los saldos en ecus emitidos a cambio de dólares para los países miembros de la CE; el cuadro inferior muestra el ecu separadamente como moneda de reserva. En ambos casos, las reservas de dólares han descendido a lo largo del tiempo en porcentaje del total.

Durante la II fase del paso a la UME es probable que las tendencias en presencia desde los setenta continúen y que se produzca un nuevo descenso en el porcentaje de dólares en las carteras públicas. En la medida en que la II fase tenga éxito a la hora de lograr una mayor estabilidad de los tipos de cambio dentro del SME, la sustitución del dólar por las monedas europeas puede acelerarse cuando el poder adquisitivo más estable de, por ejemplo, el marco alemán, pueda hacer de él un activo de reserva internacional más atractivo en relación con otras monedas y con los bienes de otras economías europeas. Inversamente, si el período de transición hacia la plena unión monetaria europea está marcado por otros episodios especulativos del tipo de los sucedidos en septiembre de 1992 y julio/agosto de 1993, el atractivo relativo del dólar puede ascender y las reservas de dólares pueden también ascender, al menos temporalmente, cuando el riesgo percibido para las monedas europeas se vuelva mayor.

Una vez que la unión monetaria europea se haya llevado realmente a la práctica, tendrán lugar bastantes cambios significativos en los balances públicos. En primer lugar, para los miembros de la UME, las reservas de saldos en ecus y las monedas de otros países participantes dejarán de ser «reservas» internacionales. En segundo lugar, el dólar ha servido como moneda de intervención para los países miembros del ERM. Una vez que la

**CUADRO NUM. 2**  
**MONEDAS NACIONALES EN LOS DEPOSITOS PUBLICOS TOTALES DE DIVISAS**  
**(Datos a finales de año. En porcentajes)**

	Países industrializados (*)					Países en vías de desarrollo (*)				
	1975	1980	1985	1990	1992	1975	1980	1985	1990	1992
Dólar americano .....	87,3	77,9	65,2	56,0	64,9	70,8	58,1	64,5	60,7	63,6
Libra esterlina .....	1,1	0,6	1,8	1,9	2,3	6,8	5,3	4,3	6,4	4,6
Marco alemán .....	4,0	12,4	19,5	21,9	14,4	8,8	15,4	10,0	11,6	10,9
Franco francés .....	0,1	—	0,1	2,5	3,0	2,4	2,6	1,9	2,0	1,9
Franco suizo .....	0,9	1,5	2,1	1,1	0,6	2,3	4,8	2,6	2,2	2,5
Florín holandés .....	0,3	0,5	1,0	1,3	0,5	0,9	1,3	0,9	0,7	0,9
Yen japonés .....	0,2	2,8	8,9	9,6	7,4	0,9	4,9	6,9	7,3	9,0
Sin especificar .....	6,2	4,2	1,4	5,9	6,9	7,1	7,6	9,0	9,0	6,7

(\*) El valor de derechos especiales de giro del ecu emitido contra dólares está sumado al valor de derechos especiales de giro del dólar; los ecus emitidos contra oro están excluidos.

	Países industrializados: el ecu tratado separadamente				
	1979	1980	1985	1990	1992
Dólar americano .....	62,2	54,3	48,9	44,5	49,9
Libra esterlina .....	0,5	0,5	1,7	1,7	2,2
Marco alemán .....	6,3	9,4	16,4	21,9	13,5
Franco francés .....	—	—	0,4	2,1	2,8
Franco suizo .....	1,1	1,1	1,5	1,1	0,5
Florín holandés .....	0,4	0,4	0,9	1,2	0,5
Yen japonés .....	1,7	2,1	7,3	9,2	7,0
Ecu .....	24,0	29,0	20,2	12,9	17,0
Sin especificar .....	3,8	3,2	2,7	5,5	6,5

Fuente: FMI, Informe anual, varios años.

necesidad de intervenir sobre (alguna) de las monedas europeas sea eliminada por la UME, su necesidad de reservas en dólares puede ser menor. En tercer lugar, con la formación de la unión monetaria los países participantes pueden «poner en común» sus activos internacionales de reserva; el equilibrio entre lo que es comercio exterior y lo que es comercio dentro del área de la moneda nacional cambiará enormemente para cada país participante. En consecuencia, los miembros de la unión monetaria juntos podrían ser capaces de economizar sus reservas internacionales. La Comisión CE ha estimado que la plena unión monetaria causará una caída de 200.000 millones de dólares en la demanda de reservas por parte de los países de la CE (7). Esta cifra de reservas totales presumiblemente exagera la cantidad en la que se reducirán las reservas de dólares.

Para los países que actualmente no participan en el SME, el paso final hacia la unión monetaria ofrecerá una posible moneda de reserva que competirá con el dólar. El ecu sería la moneda interior de una economía muy grande y en expansión, con unos mercados financieros plenamente integrados. Mientras parezca que no hay riesgo de controles u otros dispositivos que restrinjan el uso del ecu por potenciales poseedores, parece razonable asumir que el ecu sería más atractivo que cualquiera de monedas europeas reseñadas en la tabla 1 o que todas en su conjunto. Está claro que el ecu estaría particularmente en las carteras de cualquier país que eligiera fijar el tipo de cambio de su moneda con respecto al ecu, ya fuera formal o informalmente.

A la larga, sin embargo, el grado en el que el ecu competirá con el dólar como moneda internacional de reserva dependerá probablemente de la estabilidad del poder adquisitivo de las dos divisas. Mientras la Reserva Federal logre un grado aceptable de estabilidad de precios para el dólar, de forma que el poder adquisitivo del dólar —en términos de bienes norteamericanos valorados en dólares y, en promedio, bienes mundiales valorados en otras divisas—, se mantenga estable, el proceso de reducción del porcentaje del dólar en las carteras públicas seguirá probablemente siendo gradual.

Virtualmente, todas las reservas públicas adoptan la forma de instrumentos que producen interés. Mientras el tesoro de los Estados Unidos esté pagando la tasa de interés de mercado de estos instrumentos, no hay beneficio para el tesoro o para los Estados Unidos en general por el hecho de que los dólares sean mantenidos como activo de reserva. Podría darse el caso de que las reservas públicas representaran un componente de la demanda lo bastante grande como para que los

movimientos en esas reservas pudieran tener una influencia perceptible en el tipo de interés de mercado; una demanda más baja elevaría el coste de financiación del *stock* de deuda emitido por el tesoro de los Estados Unidos. Con el *stock* total en circulación de obligaciones del tesoro negociables, que producen interés, que es de alrededor de 3 billones de dólares en 1993, la reducción potencial de 200.000 millones en la demanda estimada por la Comisión CE no parece ser lo bastante grande como para tener un efecto significativo. Incluso si el desplazamiento total en la demanda de dólares como reserva pública fuera de varias veces esa cantidad, mientras el proceso siga siendo gradual será difícil calcular un coste adicional digno de mención para los Estados Unidos.

Mientras el *stock* de deuda total en circulación es grande en relación con los movimientos potenciales en las carteras públicas, la cantidad de dólares negociados cada día o semana en los mercados de cambio globales no tiene por qué serlo. Conforme a los datos compilados por el BIS (marzo de 1993), el volumen neto global de negocios en los mercados mundiales de divisas fue aproximadamente de 880.000 millones de dólares por día de operaciones en abril de 1992, con el dólar norteamericano figurando en una de las partes del 83 por 100 de todas esas transacciones. Parecería que si las carteras públicas se ajustaran de manera abrupta, semejante cambio en la demanda de reservas de dólares podría alterar los mercados de cambio y tener un efecto visible en el valor de cambio del dólar. Un resultado así parece, sin embargo, muy improbable, por cuanto no está en el interés de ningún gobierno vender sus reservas corrientes de dólares, en todo o en parte, de forma tal que el valor que recibe a cambio por sus dólares disminuya repentinamente.

### Reservas privadas

También muchos individuos y empresas privadas fuera de los Estados Unidos tienen dólares en su poder. En parte, estas reservas pueden estar relacionadas con acuerdos de comercio, etc. (véase más adelante el apartado «El dólar como moneda de tráfico»), pero en parte crecen debido a una demanda de depósito estable de valores. La sustitución de divisas y cuentas bancarias denominadas en dólares en lugar de instrumentos similares denominados en moneda nacional ocurre la mayor parte de las veces en aquellos casos en que la tasa de inflación nacional es alta y variable y/o donde el riesgo de devaluación de esa moneda parece elevado. Si los funcionarios del Banco Central Europeo alcanzan su objetivo de estabilizar los pre-

cios, el ecu podría desplazar al dólar, por lo menos en parte, allá donde se usa como sustituto de la moneda nacional.

El dólar depositado en el extranjero aporta un beneficio a los Estados Unidos cuando no paga interés en esas reservas (8). Este beneficio es esencialmente una medida de la diferencia entre el valor nominal y el metálico obtenida cuando la moneda fue emitida y negociada en primer lugar por bienes y servicios reales, en este caso procurados por extranjeros. Se estima que más de los dos tercios de la moneda norteamericana en circulación están en el extranjero, alrededor de 200.000 millones de dólares en julio de 1993 (Porter, 1993). Incluso al bajo tipo de interés, del 3 por 100, de las obligaciones del tesoro en 1993, estas reservas procuran al tesoro norteamericano unos ahorros anuales de 6.000.000 millones de dólares.

Cuando el ecu se convierta en una de las grandes divisas internacionales, siempre que se mantenga libre de controles de capital o del riesgo de controles de capital y mantenga un valor estable, es probable que el uso del ecu crezca fuera de los países participantes en la UME. Tal desarrollo probablemente se producirá en primer lugar en las áreas más próximas a los países de la CE, tales como la Europa oriental y los países de la antigua Unión Soviética. Sólo a la larga podrá quizá extenderse a Asia o incluso América Latina. El uso creciente del ecu de esta manera reduciría el movimiento de dólares adicionales en el extranjero, limitando así la diferencia entre el valor nominal y el metálico obtenida por los Estados Unidos. Si esto ocurrirá, y en qué medida, es algo que dependerá tanto de la política de la Reserva Federal como de la política monetaria europea. Mientras el dólar siga siendo competitivo como depósito de valores, los Estados Unidos seguirán beneficiándose del uso de su moneda en el extranjero.

Los instrumentos denominados en dólares que no son monedas también se compran y mantienen como depósito de valores en las carteras privadas globales. Mientras estos instrumentos estén pagando tasas de rendimiento de mercado, este papel del dólar no reportará especial beneficio a los Estados Unidos ni a los prestatarios norteamericanos. Dado que ya existe un mercado privado del ecu, sin duda la transición hacia la plena unión monetaria estaría acompañada por una expansión de los mercados de valores del ecu (9). Como estos mercados resultarán algo más profundos y más líquidos, el equilibrio de las tasas de rendimiento de mercado de los valores en ecus puede caer. Dado el inmenso tamaño de, por ejemplo, el segmento del dólar del mercado de euro-bonos, parece probable que tal desarrollo tuviera tan sólo un impacto

marginal en el equilibrio de las tasas de euro-dólares (10). Ya que los prestatarios norteamericanos podrían, si así lo eligen, emitir obligaciones denominadas en ecus, y muchos de los prestatarios que emiten obligaciones denominadas en dólares no son personas ni empresas norteamericanas, no hay ganancia ni pérdida clara para los Estados Unidos en que el ecu tenga un papel más amplio en los mercados financieros privados globales.

## EL DOLAR COMO MONEDA DE TRAFICO

Durante las pasadas décadas, el dólar ha sido utilizado ampliamente como moneda de tráfico en el comercio internacional de bienes y servicios y de activos. El dólar ha servido como unidad de cuenta en contratos, por ejemplo de facturación, en el caso de comercio de bienes, o moneda de denominación de activos, y también como medio de cambio incluso cuando ni tan siquiera una de las partes de la transacción era una persona o empresa norteamericana.

### Facturación

Los datos de elección de moneda para facturación no han sido recopilados y comunicados regularmente. El cuadro n.º 3 muestra cifras compiladas por Page (1981) para el comercio en 1980, con las actualizaciones proporcionadas por Black (1991) para 1987. De estos datos se desprende que es más probable que las exportaciones se expresen en la moneda nacional que lo mismo ocurra con las importaciones. Para los países industrializados reseñados, la facturación en la moneda «propia» tanto de las exportaciones como de las importaciones es bastante elevada, siendo Japón una excepción. Desde 1980 hasta el final de la década las cifras no parecen cambiar mucho, aunque hay algunos indicios de reducción del uso del dólar y de incremento del uso del marco alemán para las importaciones en los países reseñados.

Con la tendencia de los países industrializados a utilizar como moneda de facturación la del país exportador o importador, el cupo que el comercio de un país representa en el comercio mundial determina en gran parte la medida en la que la moneda de un país dado se usa en el comercio de facturación. El dólar norteamericano es la moneda que ha tenido un papel significativo en el comercio con terceros, aumentando así significativamente el uso del dólar en el comercio, por encima del cupo de los Estados Unidos en el comercio mundial. Page (1981) calcula que en 1980 el dólar fue la moneda usada en poco más de la mitad del comercio mundial, con 32 pun-

**CUADRO NUM. 3**  
**DIVISAS EMPLEADAS EN EL COMERCIO MUNDIAL**  
**(En porcentajes)**

	Exportaciones (1977-1980)					Importaciones (1977-1980)				
	Dólar	Marco alemán	Libra esterlina	Franco francés	Propia	Dólar	Marco alemán	Libra esterlina	Franco francés	Propia
Estados Unidos.....	98,0	1,0	1,0	—	98,0	85,0	4,1	1,5	1,0	85,0
Alemania Occidental.....	7,2	82,3	1,5	2,8	82,3	33,1	42,8	3,1	3,3	42,8
Japón.....	61,5	1,9	0,9	0,3	32,7	93,0	2,0	2,0	1,0	2,0
Reino Unido.....	17,0	3,0	76,0	2,0	76,0	29,0	9,0	38,0	5,0	38,0
Francia.....	11,6	10,2	3,2	62,4	62,4	28,7	14,1	3,8	35,8	35,8
Suiza.....	7,1	7,8	—	1,2	82,8	27,0	24,0	5,0	6,0	38,0

Fuente: Page (1981). Algunas cifras son estimativas.

	Exportaciones (1987)						Importaciones (1987)					
	Dólar	Marco alemán	Libra esterlina	Franco francés	Lira italiana	Yen	Dólar	Marco alemán	Libra esterlina	Franco francés	Lira italiana	Yen
Estados Unidos.....	94,0	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	80,0	8,0	3,0	2,0	2,0	2,0
Alemania Occidental.....	7,4	81,6	1,8	2,5	1,7	0,5	22,0	52,4	2,6	3,9	1,6	2,5
Japón.....	63,6	2,0	1,0	—	—	33,4	84,0	2,0	1,0	1,0	—	10,6
Reino Unido.....	17,0	3,0	76,0	2,0	—	—	20,0	15,0	38,0	8,0	2,0	2,0
Francia.....	11,8	10,2	3,6	61,5	3,9	0,4	18,7	15,3	2,8	46,5	4,4	1,2
Italia.....	20,0	18,0	—	9,0	38,0	—	28,0	19,0	5,0	9,0	27,0	—
OPEP.....	92,0	2,0	2,0	2,0	2,0	—	40,0	20,0	8,0	7,0	—	10,0

Fuente: Black (1991). Algunas cifras son estimativas.

tos porcentuales de su cupo del comercio mundial contabilizados en el uso por terceros. Alrededor de los dos tercios de ese uso del dólar por terceros corre de cuenta de los países en vías de desarrollo (Page, pág. 61). Muchos países en vías de desarrollo no tienen monedas convertibles. Además, el comercio con productos de primera necesidad representa una gran parte de su comercio total, y las bolsas mundiales de contratación tienen a menudo una moneda propia, frecuentemente el dólar, en la que se marcan los precios.

El uso del dólar como moneda de tráfico para el comercio dentro de Europa no viene respaldado por los datos. En general, el uso de la moneda individual europea en el comercio corresponde al cupo de ese país en el comercio mundial, con el marco alemán y la libra esterlina ostentando un uso ligeramente superior al cupo de sus respectivos países en el comercio mundial. Sin embargo, los datos son lo suficientemente incompletos como para no poder aprehender el uso del franco francés en el África francófona, u otros casos similares. La evidencia parece sugerir que el paso a una moneda común en Europa no desplazaría el uso del dólar en el comercio intraeuropeo cuando ese uso es despreciable (Page, pág. 62). Una vez que la unión monetaria haya establecido el ecu como una de las grandes divisas del mundo, el ecu bien podría reemplazar al dólar como la moneda de facturación en algunos usos de terceros.

El cuadro n.º 4 refleja el cupo de importaciones norteamericanas facturadas en moneda extranjera

**CUADRO NUM 4**  
**PRECIOS DE LAS IMPORTACIONES**  
**NORTEAMERICANAS COTIZADAS**  
**EN MONEDA EXTRANJERA**  
**(Excluido el petróleo. En porcentajes)**

	1982 (sept.)	1985 (marzo)	1989 (junio)
Alemania Occidental..	57,9	54,4	52,2
Suiza.....	54,2	52,7	48,5
Reino Unido.....	36,5	35,0	33,3
Francia.....	27,6	24,5	19,5
Suecia.....	18,9	28,9	18,7
Japón.....	22,3	19,1	18,2
Italia.....	11,9	13,3	17,2
Total mundial.....	19,6	17,3	15,3
Canadá.....	9,4	8,3	9,1
Hong Kong.....	13,0	6,1	4,5
Taiwan.....	0,0	0,2	0,9
Corea del Sur.....	0,0	0,0	0,0

Fuente: Alterman (1991).

para determinados años de la década de los ochenta, según Alterman (1991: pág. 134). Para el comercio total norteamericano, el cupo de moneda extranjera en el comercio de importación es bastante pequeño, aproximadamente del 15 al 20 por 100, de acuerdo con los datos del cuadro n.º 3. Las cifras de Alterman muestran la caída del uso de la moneda extranjera y el aumento del uso del dólar durante los ochenta. Este desplazamiento no está de acuerdo con los datos facilitados por Black, que estima que el porcentaje de dólares en las importaciones norteamericanas cayó del 85 al 80 por 100 a lo largo de este período (Black, 1991: pág. 524). Los datos de Alterman confirman que, mientras los

países industrializados exportadores tienen un porcentaje bastante alto de uso de su propia moneda en exportaciones a los Estados Unidos, los países en vías de desarrollo como Taiwan y Corea del Sur no lo tienen.

Mientras el uso del dólar como la moneda de tráfico más importante en el comercio mundial parece haber sido bastante estable a lo largo más o menos de la pasada década, y puede incluso estar aumentando en la medida en que algunos países en vías de desarrollo aumentan su porcentaje del comercio mundial, el paso a la unión monetaria en Europa proporcionaría una moneda que con el paso del tiempo podría competir con éxito con el dólar por este papel. ¿Cuáles son las ventajas para los Estados Unidos, si las hay, de que el dólar sirva como moneda de tráfico? La elección de la moneda de facturación en sentido directo determina qué parte, el exportador o el importador, carga con el riesgo cambiario durante la vida de un contrato. Sin embargo, para el marco temporal relevante para la mayoría de los contratos comerciales, existen mercados que permitirían a cualquiera de las partes protegerse contra cualquier riesgo en el tipo de cambio. Tal protección supone un coste, y podría darse el caso de que los exportadores o importadores norteamericanos tuvieran que cargar con una porción mayor de tales costes si el uso del dólar en el comercio norteamericano declinara a consecuencia de la UME. Sin embargo, la incidencia de tales costes no es obvia, cuando el precio marcado en el contrato puede cambiar para reflejar cualquier desplazamiento en el riesgo cambiario o en los costes de protección. En efecto, todos los términos del contrato, incluyendo la elección de la moneda de facturación, son variables de cuyo equilibrio dependen las decisiones estratégicas de comercialización tanto de exportadores como de importadores (véase Bilson, 1983, para un modelo de elección estratégica de moneda de facturación). En

resumen, no está claro que los intereses norteamericanos puedan ser perjudicados de forma significativa si cayera el cupo del dólar como moneda de facturación en el comercio norteamericano. En el comercio de terceros no hay actualmente beneficio directo para los Estados Unidos por el uso del dólar y no hay pérdida clara si el papel del dólar se redujera.

### Denominación de activos

El dólar como moneda de denominación ha tendido al predominio también en los mercados de activos. El cuadro n.º 5 refleja la moneda de emisión de las emisiones de bonos internacionales según Alogoskaufis y Portes (1992, actualizada por el autor). Aunque las cifras han tendido a fluctuar algo con el paso del tiempo, la tendencia general en el uso del dólar es a declinar en favor del yen y de las monedas de la CE. Tomada en su conjunto, la emisión de bonos denominados en monedas de la CE supera a la de bonos denominados en dólares desde 1990.

Para los emisores de bonos internacionales e instrumentos similares, la elección de moneda en la que prestar depende de la tasa de rendimiento relativo esperado, incluyendo el cambio esperado del tipo de cambio a lo largo de la duración del activo. A su vez, tales tasas de rendimiento dependen en parte de la profundidad y liquidez del mercado subyacente. Cuando se han introducido nuevos instrumentos derivativos en los mercados financieros, se ha hecho posible para prestatarios y prestadores separar los diferentes componentes de riesgo contenidos, por ejemplo, en un bono a largo plazo de interés fijo, y así lograr, para toda la cartera o posición neta, el riesgo y vencimiento que mejor se adapten a cada uno. Mientras los precios de mercado para cada uno de los componentes de

CUADRO NUM. 5  
EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS. REPARTO POR MONEDA DE EMISION  
(En porcentajes)

	1971	1976	1981	1986	1987	1988	1989	1990	1992
Total (\$ bn).....	3,8	15,4	26,5	187,7	140,5	178,9	212,9	179,6	276,1
Dólar americano.....	59,7	65,1	80,2	62,9	41,3	41,7	55,2	38,4	37,4
Yen japonés.....	—	—	1,5	9,9	16,1	8,9	7,3	12,9	12,2
Monedas de la CE.....	39,9	22,5	12,2	21,1	29,3	35,0	27,1	40,9	42,3
Marco alemán.....	22,9	18,4	5,2	9,1	10,7	13,2	7,7	10,2	12,2
Libra esterlina.....	1,6	—	2,0	5,6	10,7	13,2	8,7	12,0	8,4
Franco francés.....	1,3	0,4	2,0	1,9	1,3	1,3	2,1	5,0	8,8
Lira italiana.....	—	—	—	0,2	0,5	0,9	1,6	3,0	2,8
Florín holandés.....	7,1	3,0	1,6	0,5	0,8	0,1	1,1	0,8	2,4
Ecu (*)......	7,0	0,7	1,4	3,8	5,3	6,3	5,9	9,9	7,7
Otras divisas.....	0,4	12,4	6,1	6,1	13,3	14,4	10,4	7,8	8,1

(\*) Antes de 1981, Unidad de Cuenta Europea.

Fuente: Alogoskaufis y Portes (1992) y Estadísticas Financieras Mensuales de la OCDE, varios años.

riesgo y para los instrumentos integrantes estén determinados competitivamente, no hay ventajas obvias para el país cuya moneda es usada por los prestatarios y prestadores internacionales para los instrumentos denominados.

Si los mercados o monedas individuales están sujetos a riesgos que resulten extremos o difíciles de evaluar por las vías usuales, el uso de esa moneda se reducirá. Las recientes alteraciones en el ERM pueden tener un efecto negativo en el uso de algunas monedas de la CE o en el ecu privado, por lo menos por un tiempo. La plena unión monetaria europea debería eliminar efectivamente estos riesgos. Es probable que en los mercados del sector privado sobrevenga un uso más amplio del ecu, pero en mercados competitivos, a tasas de rendimiento competitivas.

### Medios de pago

El dólar también se usa como medio de pago en transacciones completas de bienes o activos en los mercados mundiales, en una medida que excede el comercio directo norteamericano en esos mercados. En alguna medida, la elección de la moneda de facturación para el comercio de bienes puede ir unida al medio de pago usado realmente, pero no hay razón para que ese sea necesariamente el caso.

Para el comercio entre economías separadas, la cuestión de lo que servirá como medio de pago no tiene una respuesta obvia. El beneficio de hallar un medio de pago «internacional» y permitir así la expansión del comercio más allá de lo alcanzable mediante trueque es considerable. Krugman (1984) y Black (1991) aportan modelos de comercio multilateral en los que una moneda se usa para los pagos internacionales precisamente por esas razones. El modelo de Krugman sugiere que pueden producirse economías de escala en la moneda de un país de muy importante comercio que llega a predominar como el medio de pago en el comercio. Una vez establecida, semejante divisa tiende a retener su uso como medio de pago incluso si el porcentaje del país en el comercio disminuyera. El modelo de Black está enmarcado en términos de costes de las transacciones.

En la práctica, el resultado de mercado aprehendido en estos modelos puede verse en el hecho de que para muchas monedas es más fácil y barato, particularmente al nivel mayorista, negociar la moneda A por la moneda B negociando A por dólares y después dólares por B. Tales intercambios evitan la necesidad de hallar una «doble coincidencia» de cambios deseados entre cualquier par posible de divisas (o de mantener mercados separados para

cualquier comercio por parejas posible). Mientras no haya datos directos sobre pagos entre exportadores e importadores, los flujos de transacciones en los mercados de cambio dan una indicación, a un nivel en cierta forma agregado, de los pagos en divisas que acompañan al comercio de bienes. Como se ha citado anteriormente, el BIS estima que el dólar norteamericano figuraba en una de las partes del 83 por 100 de las transacciones en los mercados mundiales de divisas por día de operaciones en abril de 1992 (BIS, marzo de 1993), una cifra que excede con mucho el cupo de Estados Unidos en el comercio mundial. Por supuesto, estas cifras incluyen las contrapartidas en divisas de los activos negociados. Tomados en su conjunto, estos datos confirman que el dólar está siendo usado como medio de pago para bienes y activos negociados en una medida significativa.

El uso del dólar como medio de pago probablemente aumenta la demanda de fondos de «operaciones» en dólares por parte de las instituciones financieras y de las empresas dedicadas al comercio. Muchos de estos fondos adoptan la forma de derechos de bancos internacionales que mantienen alternativamente activos compensatorios denominados en dólares. El incremento neto en la demanda de «dólares» que subyace a estos derechos brutos es aún probablemente muy grande. Un desplazamiento del dólar en favor del ecu como medio de pago, si ocurre, puede llevar algún tiempo, ya que los costes fijos involucrados dan una inercia considerable a este proceso (Krugman, 1984: páginas 268-269). Sin embargo, no puede excluirse algún impacto sobre los tipos de cambio y tasas de rendimiento del dólar a la larga.

Por el momento, parecería que la demanda de dólares para depósito domina en gran medida a la demanda de dólares que resulta estrechamente de su papel como medio internacional de pago (véase anteriormente la discusión sobre el dólar como activo de reserva). Estos factores —que influyen en cómo puede desplazarse la demanda de dólares con la implantación de la unión monetaria europea, incluyendo el resultado relativo de inflación y el riesgo de cambio percibido— probablemente determinen si los componentes de la demanda del dólar referidos a su función como medio de pago cambiarán a lo largo del tiempo y cómo lo harán.

### IMPPLICACIONES MACROECONOMICAS DE LA UNION MONETARIA EUROPEA (11)

Los actuales términos del Tratado de Maastricht apelan a varios criterios de convergencia que cada país participante debe cumplir antes de que se

pueda implementar la plena unión monetaria. Además, los criterios relativos al límite del déficit fiscal (3 por 100 del PIB) continuarán aplicándose después de que la unión monetaria esté en marcha. Los esfuerzos simultáneos de muchos países europeos para reducir sus déficits fiscales plantean el riesgo de que el crecimiento de la producción en los países de la CE pueda reducirse significativamente durante el período de transición. Un crecimiento real más débil de la producción en Europa podría a su vez provocar una baja demanda de exportaciones de otros países, resultando en un efecto de «desbordamiento» con crecimiento generalizadamente débil de la economía mundial.

Para calibrar la magnitud potencial de este efecto en el crecimiento real norteamericano se han hecho simulaciones (cuadro n.º 6) utilizando el Modelo Multinacional del equipo de la Junta (MM). Usando las estimaciones del déficit fiscal para 1993 en Alemania Occidental, Francia, Reino Unido e Italia, el objetivo político de cada uno de esos países se estableció en términos de descenso gradual del déficit relativo sobre la línea de base de las siguientes cantidades: Alemania Occidental, 1,1 por 100 del PIB; Francia, 2,4 por 100 del PIB; Reino Unido, 3,9 por 100 del PIB; Italia, 7,3 por 100 del PIB (12). Se hicieron cuatro simulaciones; en dos de ellas, las correcciones fiscales se lograron aumentando el tipo impositivo directo; en otras dos, reduciendo el gasto gubernamental. Las correcciones fiscales se escalonaron a lo largo de cinco o más años.

El resultado de las simulaciones depende de las hipótesis de política monetaria hechas en cada uno de los países del modelo. La política alemana representa un papel especial, ya que se asume que las monedas de los otros miembros del ERM están vinculadas con el marco, de forma que las políticas monetarias de estos países consisten en igualar los tipos de interés alemanes. En una pareja de simulaciones, la política alemana consiste en fijar el nivel de precios. En la otra pareja, en fijar el *stock* de M3. El valor de cambio del marco en términos del dólar en el modelo responde al diferencial del tipo de interés real a largo plazo entre Alemania y los Estados Unidos. Para reflejar el hecho de que el Reino Unido e Italia están actualmente retirados del ERM, el modelo determina el valor de cambio de la libra y la lira mediante ecuaciones similares a las utilizadas para el marco. El franco francés permanece vinculado al marco. La hipótesis de política monetaria norteamericana es alcanzar M2.

El cuadro n.º 7 refleja los efectos calculados sobre las tasas de crecimiento del PIB (Q4/Q4) pasados los cinco años en que las medidas fiscales estaban escalonadas (13). En la mayoría de los

casos —aunque no en todos—, los efectos sobre el crecimiento de los años anteriores ascienden hasta las cifras reflejadas en el cuadro n.º 7. La hipótesis sobre la política monetaria alemana no tiene gran impacto sobre los resultados; a pesar de que se tienen en cuenta los resultados de todos los años, en resumen la convergencia fiscal es más restrictiva cuando la hipótesis alemana es alcanzar M3. Cuando los resultados son un tanto mixtos, el logro de la convergencia fiscal mediante recortes del gasto gubernamental parece ser más restrictiva que el uso de aumentos impositivos. En su mayor parte, la magnitud del impacto de la convergencia fiscal sobre el crecimiento refleja el grado de reducción del déficit que se necesita. Sin embargo, los efectos del crecimiento francés estimados por el MM superan uniformemente los del crecimiento del Reino Unido, aunque la reducción presupuestaria francesa es menor. Este resultado parece depender de la particular forma en que los tipos de cambio están modelados en el MM.

El resultado para los Estados Unidos sugiere que los desbordamientos hacia el crecimiento de los Estados Unidos son muy pequeños para la magnitud de la restricción fiscal contenida en las simulaciones. En general, en el modelo, la restricción fiscal en el extranjero tiende a apreciar ligeramente el dólar, permitiendo a los tipos de interés norteamericanos descender un poco (dado el objetivo M2, asumido para los Estados Unidos) y bajar ligeramente la inflación. Estos dos últimos efectos tienden a compensar los efectos restrictivos de un dólar más alto y un crecimiento extranjero más débil, dejando muy pequeño el efecto neto sobre los resultados norteamericanos. Aunque ningún modelo o juego de simulaciones puede considerarse definitivo, estos resultados sugieren que la mayoría del impacto restrictivo de la convergencia fiscal se sentirá dentro de Europa, y que poco de ese efecto «desbordará» hacia los Estados Unidos.

## CONCLUSIONES

Cuando esté implementada, la unión monetaria europea causará profundos cambios en los mercados financieros mundiales. Pero será tan sólo una de muchas fuerzas relevantes en favor del cambio, muchas de las cuales ya están teniendo sus efectos. La revolución en la tecnología de información y proceso de datos ha transformado la velocidad a la que la información se difunde y las transacciones se suceden. Esta revolución ha contribuido a la llamada globalización de los mercados financieros, en la que las firmas pueden actuar de manera continua en varios mercados financieros y las operaciones pueden realizarse casi a cualquier hora. Las

**CUADRO NUM. 6**  
**RESULTADOS DE LA SIMULACION**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Promedio
<b>Tipo impositivo incrementado-Objetivo M3 alemán</b> (desviaciones de la línea base)							
<i>Estados Unidos:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	0,00	-0,00	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,00
Resultado de inflación (1).....	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01
Tipo de cambio (2).....	0,09	0,11	0,10	0,09	0,07	0,06	0,09
<i>Alemania:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,03	-0,02	-0,01	0,00	0,01	0,04	0,00
Resultado de inflación (1).....	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00
Tipo de cambio (3).....	-0,13	-0,17	-0,15	-0,14	-0,12	-0,10	-0,13
<i>Francia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,05	-0,12	-0,17	-0,22	-0,27	-0,29	-0,19
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,02	0,02	-0,01	-0,06	-0,14	-0,03
Tipo de cambio (3).....	-0,13	-0,17	-0,15	-0,14	-0,12	-0,10	-0,13
<i>Italia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,04	-0,21	-0,53	-0,87	-1,02	-0,86	-0,59
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,08	0,20	0,32	0,34	0,25	0,20
Tipo de cambio (3).....	-0,13	-0,17	-0,15	-0,14	-0,12	-0,10	-0,14
<i>Reino Unido:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,10	-0,17	-0,20	-0,15	-0,05	-0,01	-0,11
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,03	0,00	-0,10	-0,19	-0,17	-0,07
Tipo de cambio (3).....	-0,13	-0,17	-0,15	-0,14	-0,12	-0,10	-0,14
<b>Tipo impositivo incrementado-Objetivo alemán de nivel de precios</b> (desviaciones de la línea de base)							
<i>Estados Unidos:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	0,00	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,00
Resultado de inflación (1).....	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01
Tipo de cambio (2).....	0,10	0,11	0,11	0,09	0,06	0,02	0,08
<i>Alemania:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	-0,01
Resultado de inflación (1).....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de cambio (3).....	-0,14	-0,17	-0,16	-0,14	-0,10	-0,05	-0,13
<i>Francia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,05	-0,12	-0,17	-0,22	-0,27	-0,31	-0,19
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,02	0,02	0,00	-0,05	-0,14	-0,03
Tipo de cambio (3).....	-0,14	-0,17	-0,16	-0,14	-0,10	-0,05	-0,13
<i>Italia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,03	-0,21	-0,53	-0,88	-1,03	-0,89	-0,59
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,08	0,21	0,33	0,34	0,24	0,20
Tipo de cambio (3).....	-0,15	-0,17	-0,16	-0,14	-0,10	-0,05	-0,13
<i>Reino Unido:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,09	-0,17	-0,20	-0,16	-0,07	-0,02	-0,12
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,04	0,01	-0,08	-0,18	-0,19	-0,07
Tipo de cambio (3).....	-0,14	-0,17	-0,16	-0,14	-0,10	-0,05	-0,13
<b>Recorte del gasto gubernamental-Objetivo alemán M3</b> (desviaciones de la línea de base)							
<i>Estados Unidos:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,01	-0,02	-0,02	0,00	0,00	0,01	-0,01
Resultado de inflación (1).....	-0,01	-0,02	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,03
Tipo de cambio (2).....	0,05	0,03	-0,08	-0,22	-0,33	-0,38	-0,15
<i>Alemania:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,30	-0,30	-0,18	-0,04	0,00	-0,05	-0,14
Resultado de inflación (1).....	-0,03	-0,09	-0,19	-0,29	-0,39	-0,47	-0,24
Tipo de cambio (3).....	-0,09	-0,06	0,09	0,28	0,42	0,48	0,19
<i>Francia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,52	-0,83	-0,92	-0,94	-0,95	-0,96	-0,85
Resultado de inflación (1).....	-0,07	-0,33	-0,80	-1,42	-2,09	-2,77	-1,25
Tipo de cambio (3).....	-0,09	-0,06	0,09	0,28	0,42	0,48	0,19

**CUADRO NUM. 6 (Continuación)**  
**RESULTADOS DE LA SIMULACION**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Promedio
<i>Italia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,95	-0,94	0,13	0,78	-0,25	-1,72	-0,49
Resultado de inflación (1).....	-0,06	-0,35	-0,78	-0,90	-0,63	-0,54	-0,55
Tipo de cambio (3).....	-0,09	-0,06	0,09	0,28	0,42	0,48	0,19
<i>Reino Unido:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,90	-0,65	0,08	0,69	0,49	-0,33	-0,10
Resultado de inflación (1).....	-0,06	-0,46	-1,16	-1,59	-1,02	0,38	-0,65
Tipo de cambio (3).....	-0,09	-0,06	0,09	0,28	0,42	0,48	0,19
<b>Recorte del gasto gubernamental-Objetivo alemán de nivel de precios</b> (desviaciones de la línea de base)							
<i>Estados Unidos:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,02	-0,02	-0,01	0,00	0,01	0,01	-0,01
Resultado de inflación (1).....	-0,01	-0,02	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,04
Tipo de cambio (2).....	0,30	0,19	0,10	0,01	0,00	0,05	0,11
<i>Alemania:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,06	0,01	0,04	0,04	0,02	0,00	0,01
Resultado de inflación (1).....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de cambio (3).....	-0,45	-0,29	-0,17	-0,05	-0,06	-0,15	-0,20
<i>Francia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,43	-0,61	-0,66	-0,71	-0,76	-0,79	-0,66
Resultado de inflación (1).....	-0,05	-0,25	-0,60	-1,06	-1,57	-2,10	-0,94
Tipo de cambio (3).....	-0,45	-0,29	-0,17	-0,05	-0,06	-0,15	-0,20
<i>Italia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,71	-0,78	0,05	0,66	-0,01	-1,16	-0,33
Resultado de inflación (1).....	-0,03	-0,26	-0,60	-0,71	-0,48	-0,32	-0,40
Tipo de cambio (3).....	-0,46	-0,29	-0,17	-0,05	-0,06	-0,15	-0,20
<i>Reino Unido:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,72	-0,51	0,03	0,50	0,41	-0,17	-0,08
Resultado de inflación (1).....	-0,04	-0,30	-0,78	-1,08	-0,69	0,34	-0,42
Tipo de cambio (3).....	-0,45	-0,30	-0,17	-0,05	-0,06	-0,15	-0,20

(1) Porcentaje Q4/Q4.

(2) Cambio porcentual en la media ponderada G-10 para el dólar

(3) Cambio porcentual en dólares por unidad de otra moneda.

**CUADRO NUM 7**  
**IMPACTO DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB (Q4/Q4)**  
**DESPUES DE CINCO AÑOS**  
(Desviación de la línea de base)

	<i>Objetivo alemán M3</i>	<i>Objetivo alemán a nivel de precios</i>
<i>Tipo impositivo incrementado:</i>		
Alemania Occidental.....	0,04	0,00
Francia.....	-0,29	-0,31
Reino Unido.....	-0,01	-0,02
Italia.....	-0,86	-0,89
Estados Unidos.....	0,01	0,01
<i>Recorte del gasto gubernamental:</i>		
Alemania Occidental.....	-0,05	0,00
Francia.....	-0,96	-0,79
Reino Unido.....	-0,33	-0,17
Italia.....	-1,72	-1,16
Estados Unidos.....	0,01	0,01

economías de muchos países industrializados han crecido hasta alcanzar importancia global. Estas economías tienen sofisticados mercados financieros y de productos en los que actúan las corporaciones multinacionales. Sus monedas son naturalmente importantes en el comercio mundial. Finalmente, la emergencia de nuevos productos financieros, verbigracia, los productos derivados discutidos anteriormente, ha hecho posible que los componentes de riesgo, incluyendo el riesgo en el tipo de cambio, sean controlados más cuidadosamente que nunca antes.

En una evolución como la que acabamos de describir, se espera que el predominio de una moneda, es decir, el dólar, que ha caracterizado el primer período posterior a la segunda guerra mundial, vaya erosionándose paulatinamente. De hecho, esto ha empezado a ocurrir. La unión monetaria europea, a la larga, tiene el potencial para tener un efecto sobre las distintas dimensiones del papel internacional del dólar. Además, las disposiciones específicas del Tratado de Maastricht aumentan la posibilidad de que las políticas macroeconómicas que podrían acompañar la transición a la unión monetaria puedan tener implicaciones negativas para los Estados Unidos.

En este documento hemos pasado revista a cada uno de esos canales. Algunos tienen claramente el potencial de implicar costes para los Estados Unidos si el ecu desplazase rápidamente al dólar en una medida significativa. El uso externo de la divisa dólar es quizá el ejemplo más claro de en qué el desplazamiento del dólar por el ecu implicaría tales costes. En consecuencia, la Reserva Federal sigue siendo un observador muy interesado del progreso hacia la unión monetaria europea. Sin embargo, para la mayoría —si no todas— de las dimensiones internacionales del dólar, el proceso de disminución del papel relativo del mismo, cuando otras monedas pasan a figurar de manera más destacada en las transacciones internacionales, ya está en marcha sin serias consecuencias negativas para los Estados Unidos. Esta experiencia sugiere que, si la política de la Reserva Federal sigue contribuyendo a la confianza en el valor a largo plazo del dólar y el proceso de cambio sigue siendo gradual, no hay razón para que la Reserva Federal se vea excesivamente afectada por las implicaciones de la unión monetaria europea. El destino internacional del dólar sigue estando, en gran parte, en nuestras propias manos.

#### NOTAS

(\*) La autora manifiesta su agradecimiento a Rick Heller por la excelente ayuda prestada en la investigación. Los puntos de vista expresados en este documento son los de la autora y no reflejan ne-

cesariamente los de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal ni de ningún otro miembro de su equipo.

(1) Para una discusión más detallada de los acuerdos monetarios europeos, la volatilidad del tipo de cambio y el dólar, véase Edison y Kole (1993).

(2) ALOGOSKAUFIS y PORTES (1992) argumentan que la plena unión monetaria significará probablemente una mayor estabilidad del tipo de cambio entre el dólar, el yen y las monedas europeas, en gran parte sobre la base de que la cooperación política internacional no será socavada y podrá incluso acrecentarse con una plena unión monetaria en Europa.

(3) ARTIS y TAYLOR (1993) confirman que la volatilidad dentro del ERM descendió durante el período 1979-90.

(4) Para cada pareja de períodos adyacentes, los datos apoyan el hallazgo de que la variación de los cambios diarios fue significativamente distinta en los dos períodos, a un nivel de importancia del 1 por 100.

(5) La libra esterlina siguió siendo un importante activo de reserva después de la segunda guerra mundial dentro del bloque de la misma, pero, con el colapso del sistema de tipos de cambio fijos a principios de los setenta, el papel de la libra esterlina como divisa internacional se vio enormemente reducido.

(6) La medida del cupo de cada moneda a lo largo del tiempo refleja tanto el cambio en cantidad depositada como el cambio en el valor de esa moneda. De este modo, las fluctuaciones del tipo de cambio modifican las dimensiones de ese cupo incluso si las cantidades no son cambiadas.

(7) Comisión CE, *One Money, One Market*, pág. 183.

(8) Sin embargo, los flujos de divisas en el extranjero hacen más difícil la valoración del crecimiento de la moneda norteamericana, ya que sólo pueden ser medidos de forma imprecisa.

(9) Los títulos denominados en ecus reemplazarían a los denominados en las monedas integrantes. El mercado privado del ecu se expandiría probablemente más de lo que el uso del ecu se extendería en una variedad de transacciones comerciales.

(10) El BIS (junio de 1993) informa que los *stocks* de bonos internacionales de tipo fijo exacto en circulación más los pagarés de tipo libre alcanzaban a finales de 1992 un valor cercano a un billón y medio de dólares, del que los instrumentos denominados en dólares representaban alrededor de un tercio (pág. 115).

(11) Este apartado está basado en la obra de Lewis Alexander, anteriormente economista decano de la Junta de Gobernadores.

(12) Se puede considerar que este procedimiento asume que, en ausencia de las medidas fiscales simuladas, el déficit general del gobierno de estos cuatro países se mantendría aproximadamente sin cambios a los niveles de 1993. En la medida en que los déficit de 1993 se han visto agrandados por la debilidad cíclica que probablemente se podría invertir aún sin cambiar las políticas fiscales, estas simulaciones exageran la acción que sería necesaria para cumplir el criterio fiscal. Además, en la medida en que varios gobiernos emprendan la reducción de los déficit fiscales desde los niveles actuales, incluso sin los criterios de Maastricht, los resultados de la simulación exageran los limitados efectos de Maastricht *per se*.

(13) Las tablas situadas al final del documento aportan más detalles sobre los resultados de la simulación.

#### BIBLIOGRAFIA

ALOGOSKAUFIS, G., y PORTES R. (1992), «European Monetary Union and International Currencies in a Tripolar World», en M. B. Canzoneri y V. Grilli (eds.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge, England: Cambridge University Press.

ALTERMAN, W. (1991), «Price Trends in U.S. Trade: New Data, New Insights», en Peter Hooper y J. David Richardson (eds.), *International Economic Transactions; Issues in Measurement and Empirical Research*, Chicago, University of Chicago Press.

ARTIS, M. J., y TAYLOR M. P. (1993), «The Stabilizing Effect of the ERM on Exchange Rates and Interest Rates: An Empirical Investigation», *IMF Working Paper*, WP/93/67, agosto.

- BILSON, J. F. O. (1983), «The Choice of an Invoice Currency in International Transactions», en J. S. Bhandari y B. H. Putnam (eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge, MIT Press.
- BIS (1993), *Annual Report*, Basilea, junio.
- (1993), *Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 1992*, Basilea, marzo.
- BLACK, S. W. (1990), «The International Use of Currencies», en Y. Suzuki, J. Miyake y M. Okabe (eds.), *The Evolution of the International Monetary System: How Can Efficiency and Stability Be Attained?*, Tokyo, University of Tokyo Press, 1990.
- (1991), «Transaction Costs and Vehicle Currencies», *Journal of International Money and Finance*, diciembre 10: 512-526.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1990), «One Market, One Money», *European Economy*, núm. 44, octubre.
- EDISON, H. y KOLE L. (1993), «European Monetary Arrangements: Implications for the Dollar, Exchange Rate Volatility, and Credibility».
- KRUGMAN, P. (1984), «The International Role of the Dollar: Theory and Prospect», en J. F. O. Bilson y R. C. Marston (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, University of Chicago Press.
- PAGE, S. A. B. (1981), «The Choice of Invoicing Currency in Merchandise Trade», *National Institute Economic Review*, noviembre, 98: 60-72.
- PORTER, R. D. (1993), «Estimates of Foreign Holdings of U.S. Currency - An Approach based on Relative Cross-Country Seasonal Variations», septiembre.

# LAS CONSECUENCIAS DE LA LIBERTAD DE MOVIMIENTOS DE CAPITAL

Fernando Eguidazu

## INTRODUCCION

No deja de resultar paradójico —y escasamente estimulante— que la eliminación del control de cambios en España en febrero de 1992, después de más de sesenta años en vigencia, fuese seguida apenas seis meses después por una de las peores crisis monetarias desde el final de la segunda guerra mundial, un movimiento especulativo sin precedentes en la historia, y una cadena de nada menos que tres devaluaciones consecutivas de la peseta.

La crisis del SME, entre septiembre de 1992 y agosto de 1993 ha dado origen, no ya en España, sino en toda Europa, a un creciente debate sobre los efectos desestabilizadores de los movimientos de capital a corto plazo, y sobre la conveniencia o inconveniencia de establecer algún tipo de restricción u obstáculo a las operaciones de carácter especulativo.

Este debate, consecuencia quizá inevitable de la crisis, y de la impotencia de los gobiernos ante la misma, ha venido a imprimir un giro dramático a la corriente de opinión que hasta hace poco predominaba tanto a nivel académico como oficial sobre las ventajas de la liberalización y sobre la necesidad de evitar cualquier tipo de obstáculo a la libre movilidad de capitales en Europa.

El presente trabajo pretende exponer y comentar las consecuencias aparentes de la liberalización: en qué medida la supresión de las restricciones y controles efectuada por el Gobierno español en febrero de 1992 pudo afectar a los flujos de entradas y salidas de capitales, y en qué medida pudo desempeñar un papel relevante en los acontecimientos que determinaron las devaluaciones de la peseta de septiembre y noviembre de 1992 y mayo de 1993. Y en relación con esto último, cuáles son los argumentos que actualmente se esgrimen en favor y en contra de un hipotético establecimiento de restricciones a determinados movimientos de capital de carácter especulativo.

## LAS MEDIDAS LIBERALIZADORAS DE FEBRERO DE 1992

La supresión de los controles de cambios, y la consecuente plena liberalización de los movimientos de capital entró en vigor en febrero de 1992, en aplicación del paquete de normas aprobado por las autoridades españolas a lo largo de diciembre de 1991 y enero de 1992. Las normas básicas de esta materia fueron el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre; la Orden de 27 de diciembre de 1991, y la Resolución de la Dirección General de Transacciones Exteriores de 7 de enero de 1992 (1). Sin ánimo de entrar en el detalle de esta normativa (2) expongamos, siquiera brevemente, el alcance de tales medidas:

- Ante todo, se eliminaron las restricciones aún existentes a determinadas operaciones de capital. Lo cierto es que, a lo largo de los años ochenta ya se habían liberalizado todas las transacciones corrientes y la mayor parte de las transacciones de capital, pero aún subsistían restricciones significativas a determinadas operaciones, tales como los movimientos de capital a corto plazo, la apertura por parte de residentes de cuentas bancarias en el extranjero y los préstamos del exterior cuya cuantía superase cierto límite.

Como se puede ver, la importancia de las operaciones liberalizadas en febrero de 1992 era cuantitativamente reducida, dada la amplitud de las transacciones ya anteriormente libres; aunque es forzoso señalar que, en la medida en que tales operaciones podían eventualmente servir de soporte a movimientos de tipo especulativo, el alcance cualitativo de la liberalización era grande, dada su potencial influencia sobre los flujos de entradas y salidas de capitales y sobre el tipo de cambio de la peseta (como efectivamente se podría comprobar en la segunda mitad de 1992).

- Adicionalmente a lo anterior (y aun cuando ello no estuviera explícitamente exigido por la normativa comunitaria) se suprimió también cualquier trá-

mite administrativo previo sobre los pagos y transferencias al extranjero. Exigencias como la verificación administrativa previa para determinadas transacciones, o la obligación de justificar documentalmente todos los pagos y transferencias al exterior, que la anterior legislación imponía, quedaron eliminadas. Como quedó igualmente eliminado todo requisito de comprobación previa del cumplimiento de los compromisos fiscales que las transacciones con el extranjero pudieran implicar.

- Por último, esta liberalización se extendía no sólo a los pagos y transferencias hacia los restantes países de la CE, sino que se declaraba *erga omnes*, en la convicción de que la libre movilidad internacional de capitales y el desarrollo y sofisticación del sistema financiero internacional habrían hecho ilusorio cualquier sistema de discriminar geográficamente las transferencias exteriores.

Por supuesto, razones de tipo estadístico y fiscal aconsejaron en aquel momento que la liberalización fuera acompañada de unas estrictas normas de declaración, de tal forma que los residentes que, por cualquier concepto, efectuaran cobros, pagos o transferencias con el exterior estuvieran obligados a declarar a las autoridades económicas los datos relevantes de tales operaciones (entre ellos, y con carácter destacado, el nombre y el NIF del interesado, y el concepto por el que se efectuaba el cobro, pago o transferencia). La utilización obligatoria de la vía bancaria (bien que con excepciones) para efectuar cualquier cobro, pago o transferencia con el exterior, era la pieza que aseguraba el cumplimiento de esta obligación de declaración.

Para evaluar la oportunidad y alcance de estas medidas debe tenerse ante todo en cuenta que la plena aplicación para España de la Directiva 88/361 de la CE a partir del 1 de enero de 1993 (3), obligaba en todo caso a nuestras autoridades a suprimir totalmente las restricciones a los movimientos de capitales antes de dicha fecha, de forma que la capacidad de decisión a este respecto quedaba circunscrita, exclusivamente, a determinar el momento de tal liberalización, y aun ello dentro de un ámbito temporal bastante limitado.

No debe, sin embargo, pensarse que la liberalización fuera una medida adoptada por meras exigencias de homologación legislativa con la CE. Por el contrario, se inscribía en una estrategia general de las autoridades españolas cuyo primer paso lo había constituido la incorporación de la peseta, en junio de 1989, al mecanismo de cambio del Sistema Monetario Europeo. Ambas medidas tenían como propósito confesado la introducción de elementos externos de disciplina que ayudaran en el esfuerzo de corrección de los desequilibrios. Se

trataría, en suma, de forzar tanto a los agentes económicos como muy señaladamente al sector público a seguir pautas de moderación (contención de las presiones inflacionistas y, por tanto, moderación salarial y disciplina presupuestaria) que permitieran frenar el deterioro de la competitividad y facilitar la convergencia nominal con los restantes países de la CE. Precisamente gracias a la supresión de restricciones a los movimientos de capital, el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta dentro de la parrilla de paridades forzaría una política económica encaminada a reducir el diferencial de inflación con nuestros socios comunitarios. De ahí precisamente que la liberalización fuese más allá de lo estrictamente exigido por la Directiva 88/361 (en el sentido de establecerse respecto a todos los países, y no sólo respecto a la CE, y de eliminarse todo tipo de trámite administrativo previo, aún los de mera comprobación). De hecho, se pretendió que la liberalización fuese lo más amplia y efectiva posible, sin ningún tipo de restricción ni obstáculo encubierto, y sin más obligación ni requisito que una exigencia de declaración de datos que, por obvias razones de prudencia fiscal, era en aquel momento incuestionable.

## **LOS EFECTOS DE LA LIBERALIZACION**

Los efectos de la liberalización durante los meses posteriores a febrero de 1992, no arrojaron ninguna sombra perceptible sobre la oportunidad de tal medida. Un análisis crítico de las estadísticas de cobros, pagos y transferencias con el extranjero durante este período no evidencia ninguna desviación significativa (4). Y en cuanto al flujo de inversiones extranjeras en España (véase cuadro número 1) la explicación de su comportamiento no debe buscarse exclusivamente, y ni siquiera fundamentalmente, en la supresión de las restricciones.

En efecto, en la discreta caída de las inversiones directas y en inmuebles en 1992 parece claro que desempeñó un papel esencial tanto la fase cíclica descendente de la economía mundial, a partir de 1991, como las crecientes dificultades de la economía española, patentes ya desde dicho año. Recuérdese al respecto que la caída de las inversiones se había iniciado ya en 1991, y que tales inversiones estaban ya plenamente liberalizadas desde 1986, de forma que mal pudieron las medidas de febrero de 1992 desempeñar papel alguno en el proceso.

En cuanto a la inversión extranjera en valores negociables, alcanzó un notable volumen a lo largo de este período. De hecho, el importe bruto de entradas de capital bajo el epígrafe de inversiones de cartera ascendió en 1992 a 26,5 billones de pese-

**CUADRO NUM. 1**  
**INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA. CAPITAL PUBLICO Y PRIVADO A LARGO PLAZO**  
**(En millones de pesetas)**

Año	Inversión directa			Inversión de cartera			Inversión en inmuebles			Otras formas de inversión			Totales		
	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo
1986	322.176	37.066	285.110	512.317	275.333	236.984	195.106	4.399	190.707	112.224	104.369	7.855	1.141.823	421.167	720.656
1987	443.561	122.071	321.490	1.657.319	1.179.967	477.352	228.114	6.468	221.646	69.680	50.727	18.953	2.398.674	1.359.233	1.039.441
1988	691.316	170.162	521.154	1.329.631	1.046.476	283.155	274.886	7.398	267.488	71.507	42.576	28.931	2.367.340	1.266.612	1.100.728
1989	807.300	138.013	669.287	2.673.657	1.680.275	993.382	312.849	8.126	304.723	102.076	75.209	26.867	3.895.882	1.901.623	1.994.259
1990	1.258.772	185.545	1.073.227	3.438.348	2.835.272	603.076	260.047	14.386	245.661	160.827	83.579	77.248	5.117.994	3.118.782	1.999.212
1991	1.216.659	314.175	902.484	12.605.003	10.714.425	1.890.578	168.920	8.625	160.295	74.990	50.312	24.678	14.065.572	11.087.537	2.978.035
1992	1.052.895	313.953	738.942	26.501.951	26.315.465	186.486	129.637	24.993	104.644	36.569	48.822	-12.253	27.721.052	26.703.233	1.017.819
Total	5.792.679	1.280.985	4.511.694	48.718.226	44.047.213	4.671.013	1.569.559	74.395	1.495.164	627.873	455.594	172.279	56.708.337	45.858.187	10.850.150

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores (Ministerio de Economía y Hacienda). Datos del Registro de Caja del Banco de España.

**CUADRO NUM. 2**  
**INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA. CAPITAL PUBLICO Y PRIVADO A LARGO PLAZO**  
**(En millones de pesetas)**

Mes	Títulos no cotizados			Títulos cotizados			Inmuebles			Otras formas de inversión			Totales		
	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo
Año 1991															
Enero	136.157	8.633	127.524	337.520	283.236	54.285	15.200	638	14.562	8.158	7.279	879	497.035	299.786	197.249
Febrero	116.636	7.543	109.093	802.510	367.100	435.410	12.981	535	12.446	8.238	5.418	2.820	940.365	380.596	559.769
Marzo	54.556	12.462	42.093	977.448	595.036	382.412	11.400	417	10.983	4.280	11.362	-7.082	1.047.683	619.277	428.406
Abril	65.134	9.541	55.593	961.908	754.667	207.241	16.434	654	15.780	5.787	2.426	3.361	1.049.263	767.288	281.974
Mayo	55.634	7.279	48.355	1.000.453	882.679	117.774	13.083	627	12.456	2.143	3.336	-1.193	1.071.313	893.921	177.392
Junio	59.880	6.292	53.588	1.012.746	974.929	37.816	12.824	1.589	11.235	13.467	1.293	12.174	1.098.917	984.103	114.814
Julio	125.757	7.920	117.837	924.721	828.162	96.559	14.382	444	13.939	6.058	2.032	4.026	1.070.918	838.558	232.360
Agosto	81.673	4.481	77.192	803.860	736.824	67.035	11.519	778	10.741	4.737	700	4.037	901.789	742.784	159.005
Septiembre	44.350	3.290	41.059	1.334.183	1.295.891	38.291	10.334	388	9.946	3.660	1.763	1.897	1.392.526	1.301.333	91.194
Octubre	230.292	137.628	92.664	1.931.615	1.684.679	246.936	13.911	489	13.422	4.922	6.387	-1.465	2.180.740	1.829.183	351.557
Noviembre	74.470	58.717	15.753	1.548.145	1.365.618	182.526	11.573	1.017	10.555	11.913	6.078	5.836	1.646.100	1.431.430	214.670
Diciembre	172.121	50.389	121.732	969.895	945.604	24.291	25.280	1.049	24.231	1.627	2.238	-611	1.168.922	999.280	169.643
Subtotal	1.216.659	314.175	902.484	12.605.003	10.714.425	1.890.578	168.919	8.625	160.295	74.990	50.312	24.678	14.065.571	11.087.538	2.978.034
Año 1992															
Enero	118.564	40.405	78.159	1.671.725	1.527.819	143.905	12.700	1.056	11.644	3.305	20.062	-16.757	1.806.293	1.589.342	216.951
Febrero	92.752	21.998	70.754	1.911.354	1.879.272	32.081	10.547	1.985	8.562	2.550	11.704	-9.154	2.017.202	1.914.959	102.243
Marzo	88.290	11.468	76.822	2.227.819	2.060.202	167.617	11.554	2.910	8.644	3.524	4.225	-701	2.331.187	2.078.805	252.382
Abril	59.979	16.100	43.879	2.223.154	2.246.255	-23.101	12.171	2.245	9.925	5.616	1.372	4.244	2.300.920	2.265.972	34.948
Mayo	124.589	41.745	82.844	1.814.802	1.708.628	106.174	9.076	1.863	7.213	3.300	631	2.668	1.951.767	1.752.868	198.899
Junio	75.369	42.874	32.495	2.452.306	2.398.456	53.850	8.563	23.455	-14.891	847	2.942	-2.095	2.537.085	2.467.727	69.358
Julio	151.628	49.222	102.406	2.070.538	2.121.177	-50.639	12.318	-18.488	30.806	1.975	502	1.472	2.236.459	2.152.414	84.045
Agosto	114.799	3.497	111.302	1.852.647	1.938.892	-86.245	9.350	1.687	7.663	1.008	46	962	1.977.804	1.944.122	33.682
Septiembre	57.476	29.628	27.849	2.255.161	2.533.057	-277.895	7.046	1.597	5.449	895	1.332	-437	2.320.579	2.565.613	-245.035
Octubre	-84.401	17.550	-101.951	2.194.362	2.365.187	-170.826	9.040	1.970	7.070	1.823	1	1.822	2.120.824	2.384.708	-263.885
Noviembre	59.082	10.112	48.970	2.811.418	2.807.423	3.995	9.616	1.326	8.289	8.658	2.145	6.513	2.888.774	2.821.007	67.767
Diciembre	194.767	29.354	165.413	3.016.666	2.729.098	287.568	17.656	3.386	14.270	3.068	3.859	-791	3.232.157	2.765.697	466.461
Subtotal	1.052.895	313.954	738.941	26.501.950	26.315.465	186.486	129.637	24.993	104.644	36.569	48.821	-12.252	27.721.051	26.703.233	1.017.818

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores (Ministerio de Economía y Hacienda). Datos del Registro de Caja del Banco de España.

tas (véase cuadro núm. 2), de los que la mayor parte (23,78 billones) correspondió a deuda pública a medio-largo plazo. Y en cuanto al montante neto (restadas las desinversiones) el saldo positivo se mantuvo prácticamente sin interrupción durante toda la primera mitad del año, de tal forma que el stock de bonos y obligaciones del Estado en poder de no residentes a principios de septiembre de 1992 (momento de la primera crisis del SME) ascendía a 2,46 billones de pesetas, habiendo alcan-

zado el techo máximo (2,7 billones) a finales de mayo.

Este fenómeno no debe atribuirse a la liberalización de febrero de 1992 (las inversiones extranjeras de cartera eran ya libres con anterioridad) sino, fundamentalmente, al importante diferencial de rentabilidad que, unido a la (entonces) estabilidad y firmeza de la moneda española, otorgaba un gran atractivo a los valores españoles. Es cierto que la liberalización de los movimientos a corto plazo

hubo de tener un efecto estimulante, tanto por motivos psicológicos como por facilitar las operaciones *repo*. Pero no es menos cierto que, desde 1991, el mercado de capitales español (favorecido por la exoneración de tributación, establecida en enero de 1991, para los rendimientos y plusvalías obtenidos por los no residentes sobre sus compraventas de deuda pública a medio y largo plazo), había alcanzado un notable grado de integración en los «circuitos» internacionales, y se había convertido en una alternativa habitual para los grandes inversores institucionales. Baste considerar que la inversión extranjera bruta de cartera que en 1991 ascendió a 12,6 billones de pesetas, y en 1992, como antes se dijo, a nada menos que 26,5 billones, era de tan sólo 1,3 billones de pesetas en 1988.

Donde sí en cambio puede verse un efecto directo claro de la liberalización es en el capítulo de los préstamos financieros del exterior. La supresión de la anterior exigencia de autorización previa para los préstamos financieros de no residentes a favor de residentes a corto plazo (menos de tres años) o de elevada cuantía (más de 1.500 millones de pesetas), unida al atractivo de unos bajos tipos de interés, promovió un recurso masivo, por parte de empresas e incluso particulares, al endeudamiento en moneda extranjera. Así, de los 50.000 millones de pesetas de entradas brutas por este concepto en enero de 1992 se pasó en febrero (primer mes de la liberalización) a 300.000 millones, en marzo a 500.000, y se mantuvo durante los tres meses siguientes por encima de los 400.000 millones mensuales, con el resultado de que, mientras el volumen total bruto de préstamos del exterior en 1991 ascendió a 1,36 billones de pesetas (992.000 millones de pesetas netos), en 1992 fue de 4,57 billones (2,76 billones de pesetas netos), esto es, una cifra tres veces superior (ver cuadros núms. 3 y 4).

De estas cifras, la mayor parte correspondió a los préstamos a largo plazo, aunque es de destacar el espectacular y previsible incremento porcentual de los préstamos a corto plazo, que entre 1991 y 1992 pasaron de 29.000 millones de pesetas en términos netos a nada menos que 744.000 millones.

## LA CRISIS DEL SME

Mucho más polémico que los posibles efectos de la liberalización de febrero de 1992 sobre los pagos corrientes, o sobre los movimientos de capital a largo plazo, ha sido el papel desarrollado por dicha medida en el comportamiento de la peseta a lo largo del período de turbulencias monetarias que

sacudió el Sistema Monetario Europeo a partir de septiembre de 1992.

Las consecuencias de la crisis monetaria sobre el tipo de cambio de la peseta son de sobra conocidas y no requieren mayor comentario: en el corto período transcurrido entre septiembre de 1992 y mayo de 1993 nuestra moneda se vio forzada, ante las presiones especulativas, a devaluarse en tres ocasiones (5 por 100 el 17 de noviembre de 1992, 6 por 100 el 22 de noviembre de 1992 y 8 por 100 el 13 de mayo de 1993) y a ampliar sus bandas de fluctuación, al igual que el resto de las monedas comunitarias, al 15 por 100 por encima y por debajo del tipo de cambio central. Como resultado final, la depreciación de la peseta, entre febrero de 1992 y junio de 1993, era del orden del 32 por 100 respecto al dólar, y del 25 por 100 frente al marco alemán (5).

En este contexto, cabe preguntarse si la moneda española habría podido hacer frente a las presiones especulativas con mayores probabilidades de éxito si las autoridades españolas hubieran optado por agotar el período transitorio de la Directiva hasta el 31 de diciembre de 1992 en lugar de adelantar la liberalización a febrero de dicho año. O, yendo más lejos, si no hubiera sido preferible mantener la normativa restrictiva anterior, incluso más allá de finales de 1992, quizá haciendo uso de la cláusula de salvaguardia que la propia Directiva establece.

El primer interrogante tiene una respuesta aparentemente obvia: aun cuando el mantenimiento de la antigua legislación de control de cambios a lo largo de todo 1992 hubiera conseguido impedir, o al menos entorpecer, la especulación, si el tipo de cambio de la peseta se hubiera mantenido inmóvil a los niveles de su primitiva paridad, parece fuera de duda que la supresión de los controles el 1 de enero de 1993, fecha en la cual los mercados seguían en una situación extremadamente tensa, habría sido virtualmente imposible, so pena de provocar un auténtico vendaval sobre la moneda española.

Más difícil resulta responder a la pregunta general, acerca de las posibilidades de mantenimiento de su paridad que la peseta habría tenido bajo un sistema de control de cambios.

En realidad, un análisis más detenido de la cuestión obliga a trascender del mero caso español para hacer referencia al problema general, y analizar los argumentos sobre la conveniencia de restablecer algún tipo de restricción a determinados movimientos especulativos de capital a corto plazo.

En último extremo, la crisis del SME no es sino la expresión de un principio económico básico, cual

**CUADRO NUM. 3**  
**CREDITOS DEL EXTERIOR A ESPAÑA**  
**(En millones de pesetas)**  
**Importe bruto (entradas)**

Período	A largo plazo (*)			A corto plazo (*)			7. Total (3 + 6)
	1. De no residentes a residentes	2. De entidades registradas a residentes	3. Total (1 + 2)	4. De no residentes a residentes	5. De entidades registradas a residentes	6. Total (4 + 5)	
<b>Año 1991</b>							
Enero .....	57.469	14.586	72.055	6.496	0	6.496	78.551
Febrero .....	14.551	11.948	26.498	1.162	0	1.162	27.660
Marzo .....	34.398	34.442	68.840	1.571	0	1.571	70.411
Abril .....	55.455	4.344	59.799	2.759	0	2.759	62.558
Mayo .....	196.767	6.226	202.993	138	0	138	203.131
Junio .....	104.746	14.839	119.585	0	119	119	119.705
Julio .....	170.076	24.653	194.728	0	69	69	194.797
Agosto .....	47.677	45.259	92.937	8.514	0	8.514	101.450
Septiembre .....	29.881	27.522	57.402	567	3	571	57.973
Octubre .....	16.620	31.374	47.994	12.637	0	12.637	60.631
Noviembre .....	82.180	11.909	94.089	19.950	0	19.950	114.039
Diciembre.....	194.638	56.177	250.816	19.060	0	19.060	269.876
<b>Total .....</b>	<b>1.004.459</b>	<b>283.279</b>	<b>1.287.738</b>	<b>72.855</b>	<b>191</b>	<b>73.046</b>	<b>1.360.784</b>
<b>Año 1992</b>							
Enero .....	39.572	2.047	41.619	8.445	0	8.445	50.064
Febrero .....	87.123	63.219	150.342	104.488	45.367	149.855	300.197
Marzo .....	218.291	132.095	350.386	114.536	37.533	152.069	502.455
Abril .....	147.208	190.385	337.594	56.330	21.656	77.986	415.579
Mayo .....	234.931	48.725	283.656	73.336	58.459	131.795	415.450
Junio .....	268.058	74.072	342.130	38.751	49.066	87.817	429.946
Julio .....	352.972	107.644	460.616	51.322	48.393	99.714	560.330
Agosto .....	39.464	49.633	89.097	54.807	72.898	127.705	216.803
Septiembre .....	257.740	25.643	283.383	42.680	32.550	75.229	358.612
Octubre .....	186.349	66.283	252.632	40.423	19.830	60.253	312.885
Noviembre .....	146.324	44.152	190.476	168.394	18.263	186.656	377.133
Diciembre .....	435.744	47.710	483.454	107.319	38.198	145.517	628.971
<b>Total .....</b>	<b>2.413.775</b>	<b>851.609</b>	<b>3.265.385</b>	<b>860.830</b>	<b>442.211</b>	<b>1.303.041</b>	<b>4.568.425</b>

(\*) Capital privado y público.

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores (Ministerio de Economía y Hacienda). Datos del Registro de Caja del Banco de España.

es el de la incompatibilidad de un sistema de tipos de cambio fijos (o cuasifijos) con un manejo independiente de las políticas monetarias nacionales, en un contexto de plena libertad de movimientos de capital (6).

De hecho, la apuesta del mecanismo de cambios del SME y de la liberalización de movimientos de capital declarada, a partir de julio de 1990, por la Directiva 88/361 de la CE, no apuntaba a otra cosa que a forzar una mayor disciplina y coordinación de las políticas económicas de los países miembros, a fin de asegurar la estabilidad de precios y un mayor rigor presupuestario. Y en este mismo sentido apuntaba el acuerdo de Maastricht, que con su exigencia de adopción, por parte de los gobiernos de los países miembros, de programas de convergencia nominal, pretendía un marco de políticas económicas rigurosas y coordinadas que permitieran desembocar en una moneda única.

El fracaso de esta apuesta vendría por el creciente divorcio entre los tipos de cambio oficiales

(la parrilla de paridades) y los que el mercado estimaba como tipos de equilibrio en función de las macromagnitudes relevantes (los *fundamentals*). A lo largo del tiempo, un sistema monetario con tipos de cambio fijos pero ajustables, que preveía modificaciones de paridad tan pronto como se produjeran desviaciones del nivel de equilibrio, terminó por convertirse en un sistema de tipos fijos e inmutables en el que los países se resistían, por razones políticas y de imagen, a modificar las paridades pese a que los diferenciales de inflación aumentasen como consecuencia de las divergentes políticas económicas (de hecho, el último reajuste de paridades anterior a la crisis se había producido en fecha tan lejana como enero de 1987). El optimismo generado por la firma, a principios de 1992, del Tratado de Maastricht, y la confianza en que los programas de convergencia adoptados por los países con mayores desequilibrios permitirían corregir la situación, hicieron que la irrealidad de la parrilla de paridades no provocara movimientos en el mercado. Y ello pese a que la política monetaria res-

**CUADRO NUM. 4**  
**CREDITOS DEL EXTERIOR A ESPAÑA**  
**(En millones de pesetas)**  
**Importe neto (entradas-salidas)**

Período	A largo plazo (*)			A corto plazo (*)			7. Total
	1. De no residentes a residentes	2. De entidades registradas a residentes	3. Total (1 + 2)	4. De no residentes a residentes	5. De entidades registradas a residentes	6. Total (4 + 5)	(3 + 6)
<b>Año 1991</b>							
Enero .....	27.227	13.672	40.898	3.598	0	3.598	44.496
Febrero .....	8.494	-1.813	6.681	-1.765	0	-1.765	4.916
Marzo .....	12.427	32.558	44.985	-559	0	-559	44.426
Abril .....	29.196	3.892	33.087	-902	0	-902	32.185
Mayo .....	160.575	5.299	165.874	-5.473	0	-5.473	160.402
Junio .....	82.009	1.365	83.374	-3.547	119	-3.428	79.946
Julio .....	152.583	23.703	176.287	-5.751	69	-5.683	170.604
Agosto .....	29.760	43.597	73.357	5.968	0	5.968	79.325
Septiembre .....	-23.273	24.985	1.712	567	3	571	2.282
Octubre .....	-10.568	26.544	15.975	2.614	0	2.614	18.590
Noviembre .....	46.742	6.979	53.721	17.565	0	17.565	71.286
Diciembre.....	158.952	38.179	197.130	16.527	0	16.527	213.657
<b>Total .....</b>	<b>674.123</b>	<b>218.959</b>	<b>893.082</b>	<b>28.842</b>	<b>191</b>	<b>29.033</b>	<b>922.115</b>
<b>Año 1992</b>							
Enero .....	11.718	-5.909	5.809	8.445	0	8.445	14.254
Febrero .....	18.474	39.378	57.852	97.577	44.577	142.153	200.005
Marzo .....	173.775	102.468	276.243	103.594	13.503	117.097	393.341
Abril .....	104.697	159.376	264.073	47.123	18.931	66.053	330.127
Mayo .....	135.330	14.183	149.513	49.633	51.288	100.920	250.434
Junio .....	198.811	33.385	232.196	27.406	35.705	63.111	295.308
Julio .....	312.632	75.051	387.684	34.034	36.799	70.833	458.517
Agosto .....	-1.932	18.660	16.728	30.579	26.196	56.775	73.503
Septiembre .....	195.054	-10.286	184.768	12.211	4.691	16.902	201.670
Octubre .....	83.456	-17.887	65.570	15.314	-18.769	-3.455	62.115
Noviembre .....	42.188	16.237	58.425	90.269	-22.542	67.726	126.152
Diciembre .....	319.044	-526	318.518	39.748	-1.784	37.964	356.482
<b>Total .....</b>	<b>1.593.247</b>	<b>424.132</b>	<b>2.017.379</b>	<b>555.932</b>	<b>188.594</b>	<b>744.526</b>	<b>2.761.905</b>

(\*) Capital privado y público.

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores (Ministerio de Economía y Hacienda). Datos del Registro de Caja del Banco de España.

trictiva aplicada por el Bundesbank (a fin de hacer frente a las tensiones inflacionistas provocadas por la unificación) había forzado a los restantes países comunitarios a unas elevaciones consecuentes de sus tipos de interés que difícilmente podrían mantener sin graves dificultades internas.

En este contexto, los resultados del referéndum danés de junio de 1992 dieron origen a dudas crecientes sobre las posibilidades de la ratificación final del Tratado y sobre la consecuente capacidad —y voluntad política— de los gobiernos de aplicar sus programas de convergencia. Y en consecuencia, las diferencias existentes entre la parrilla oficial de paridades y los tipos que el mercado percibía como de equilibrio en función de los *fundamentals*, provocaron un violento movimiento especulativo que (todo hay que decirlo), mal manejado por las autoridades de los estados miembros, dio origen a la crisis.

En suma, cualquier explicación de la crisis del SME debe partir de la constatación de un principio básico, cual es la imposibilidad de mantener un sis-

tema de tipos de cambio fijos cuando las políticas nacionales siguen caminos divergentes que se traducen en unos diferenciales de inflación crecientes. Tal cosa sólo puede ser posible, malamente, bajo un sistema de restricciones administrativas a los movimientos de capital. E incluso ello solamente hasta cierto punto, pues un distanciamiento progresivo del tipo de cambio oficial respecto del tipo teórico de equilibrio acaba por acumular tales desequilibrios que, con controles de cambios o sin ellos, desemboca inevitablemente en un reajuste con frecuencia traumático.

Hacia mediados de 1992, por otra parte, otros factores no menos importantes se habían conjugado para hacer de la posibilidad de movimientos especulativos de capital una amenaza mucho más temible que en las crisis monetarias producidas hasta la fecha. Tales factores eran, en resumen, los siguientes:

- El amplio proceso de desregularización del mercado financiero llevado a cabo en los principales países occidentales a lo largo de la década pre-

**CUADRO NUM. 5**  
**CAMBIOS OFICIALES MEDIOS DE LA PESETA**  
**(Peseta por unidad o cien unidades) (medias de cifras diarias)**

	Dólar USA	Ecu	Marco alemán	Franco francés	Libra esterlina	Lira italiana (100)	Franco belga y luxemburgués (100)	Florín holandés	Yen japonés (100)	DEG
1987 .....	123,54	142,26	68,65	20,53	201,83	9,52	330,53	60,92	85,36	159,41
1988 .....	116,62	137,61	66,35	19,57	207,10	8,96	317,01	58,96	90,91	156,52
1989 .....	118,53	130,32	62,98	18,57	194,06	8,64	300,63	55,84	86,06	151,80
1990 .....	102,02	129,65	63,06	18,72	181,36	8,51	305,04	55,98	70,59	138,23
1991 .....	104,10	128,57	62,64	18,42	183,29	8,38	304,23	55,58	77,34	142,15
1992 .....	102,12	132,19	65,55	19,34	179,90	8,32	318,40	58,22	80,73	143,92
Año 1992										
Marzo .....	104,79	129,02	63,09	18,59	180,75	8,40	306,61	56,05	78,87	143,14
Abril .....	103,79	129,01	62,99	18,62	182,30	8,36	306,13	55,96	77,78	142,36
Mayo .....	101,34	128,42	62,50	18,59	183,47	8,30	303,72	55,52	77,55	140,75
Junio .....	99,02	128,97	62,91	18,69	183,55	8,32	305,66	55,84	78,02	139,81
Julio .....	94,84	129,90	63,64	18,86	182,00	8,40	308,92	56,44	75,46	136,89
Agosto .....	93,23	130,53	64,23	18,93	180,85	8,45	311,78	56,98	73,81	135,76
Septiembre ...	97,47	134,00	67,32	19,79	180,36	8,35	326,55	59,77	79,49	142,31
Octubre .....	105,59	139,11	71,18	20,98	174,46	8,07	345,64	63,24	87,12	151,41
Noviembre ....	113,83	140,79	71,72	21,20	173,77	8,34	348,65	63,75	91,88	157,85
Diciembre ....	112,91	139,78	71,43	20,94	175,06	7,99	347,15	63,53	91,08	156,82
Año 1993										
Enero .....	114,59	139,05	70,97	20,93	175,59	7,69	344,71	63,11	91,62	157,82
Febrero .....	117,50	139,06	71,53	21,12	168,94	7,59	346,87	63,55	97,26	161,15
Marzo .....	117,70	138,64	71,46	21,04	171,79	7,39	346,92	63,57	100,58	162,46
Abril .....	115,56	141,20	72,47	21,44	178,98	7,55	352,08	64,49	103,03	163,33
Mayo .....	121,03	147,27	75,32	22,34	187,56	8,20	366,36	67,15	109,68	171,29
Junio .....	126,91	150,28	76,84	22,83	191,78	8,45	373,90	68,51	118,29	178,89
Julio .....	134,43	152,71	78,43	23,03	201,26	8,49	379,73	69,75	124,99	187,21
Agosto .....	138,72	156,21	81,83	23,40	207,13	8,65	386,15	72,74	133,49	194,35

Fuente: Banco de España.

cedente, como consecuencia del cual se fue produciendo una creciente conexión entre los mercados bursátiles tradicionales, los mercados de instrumentos a corto plazo y el mercado de divisas. Así, a los inversores les resultó posible, con mayor facilidad que en el pasado, desplazar fondos de un mercado a otro y de unos a otros instrumentos, así como ligar sus carteras en diversos instrumentos y plazos.

Como resultado de ello, a los participantes tradicionales en el mercado de divisas (bancos, fundamentalmente) se fueron sumando otros agentes capaces de movilizar enormes recursos, y no siempre sometidos a las limitaciones de encaje a que los bancos centrales someten a sus bancos domésticos: fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, mutuas, etc. Para darse una idea de la magnitud de los recursos a disposición de estas entidades, baste considerar que el volumen de activos totales controlados por los gestores de fondos, solamente en Europa y Estados Unidos, ascendía, a finales de 1991, a 8,2 billones de dólares (7).

- La aparición de nuevos instrumentos monetarios de mucha mayor volatilidad y con menores exigencias de inmovilización de recursos (opciones,

futuros...) y un notable crecimiento de las operaciones *swap*. Buena prueba de la importancia de estos instrumentos la constituye el hecho de que, según datos del FMI, en 1992 las operaciones *swap* constituyeron el 31 por 100 del volumen total de las transacciones en divisas en el mercado norteamericano, y los derivados el 12 por 100, mientras que las operaciones *spot* tan sólo constituyeron el 51 por 100, con una caída de diez puntos respecto a su porcentaje de 1989 (8).

- Una sustancial mejora técnica del mercado (mejores y más rápidos sistemas de compensación y liquidación y mejores sistemas de comunicación) que, unida a un notable progreso de la información comercial y financiera —en cantidad y calidad— contribuyó a atraer a un volumen creciente de participantes al mercado.

El resultado de estos tres factores, sumado a la liberalización de los movimientos de capital, ha sido un espectacular crecimiento en el mercado de divisas. Se estima que, como media, el volumen diario de transacciones en el mercado *forex* en 1992 estuvo entre los 900.000 millones y el billón de dólares (de los que no más del 3 al 4 por 100 corresponderían a cobros o pagos por transacciones reales).

**CUADRO NUM. 6**  
**ACTIVOS EXTERIORES: RESERVAS CENTRALES Y POSICION DE CONTADO DE LAS ENTIDADES REGISTRADAS**  
**Saldos a fin de mes. Millones de dólares a cambios convencionales**

	Reservas centrales										
	Oro y activos convertibles netos										
	Total	Oro y activos convertibles brutos							Pasivos en divisas convertibles	Divisas no convertibles (neto)	Posición de contado en divisas de las entidades registradas
		Total	Total	Oro	Posición en el FMI	DEG	Divisas convertibles	Ecus en FECOM			
1 = 2 + 10	2 = 3 + 9	3 = 4 a 8	4	5	6	7	8	9	10	11	
1986 .....	16.001	16.001	16.001	3.785	454	379	11.383	—	—	—	1.326
1987 .....	30.172	30.172	30.172	3.787	625	475	22.056	3.249	—	—	-74
1988 .....	39.875	39.875	39.875	4.766	934	543	30.067	3.565	—	—	-1.935
1989 .....	44.422	44.422	44.422	5.419	1.123	632	33.262	3.985	—	—	-2.973
1990 .....	53.104	53.104	53.104	4.777	1.040	639	41.967	4.683	—	—	-7.676
1991 .....	66.283	66.283	66.283	4.498	1.006	429	53.217	7.134	—	—	-6.483
Año 1992											
Abril .....	70.123	70.123	70.123	4.498	1.002	442	56.212	7.971	—	—	-7.970
Mayo .....	70.558	70.558	70.558	4.498	973	455	56.662	7.971	—	—	-7.757
Junio .....	72.369	72.369	72.369	4.498	976	455	58.469	7.971	—	—	-7.753
Julio .....	71.339	71.339	71.339	4.498	979	459	57.101	8.303	—	—	-4.630
Agosto .....	71.260	71.260	71.260	4.498	978	482	56.999	8.303	—	—	-6.548
Septiembre .....	59.623	59.623	59.623	4.498	969	468	45.385	8.303	—	—	1.737
Octubre .....	56.935	56.935	56.935	4.326	948	461	41.924	9.275	—	—	-3.971
Noviembre .....	47.541	47.541	47.541	4.326	930	409	32.602	9.275	—	—	2.153
Diciembre .....	50.484	50.484	50.484	4.217	1.145	184	35.690	9.247	—	—	1.957
Año 1993											
Enero .....	53.743	53.743	53.743	4.217	1.105	184	41.397	6.840	—	—	...
Febrero .....	51.025	51.025	51.025	4.217	1.101	195	38.672	6.840	—	—	...
Marzo .....	48.132	48.132	48.132	4.217	1.101	193	35.780	6.840	—	—	...
Abril .....	44.407	44.407	44.407	4.217	1.112	195	32.469	6.414	—	—	...
Mayo .....	44.658	44.658	44.658	4.217	1.080	206	32.742	6.414	—	—	...
Junio .....	45.734	45.734	45.734	4.217	1.063	206	33.834	6.414	—	—	...
Julio .....	46.064	46.064	46.064	4.217	1.061	206	35.026	5.554	—	—	...
Agosto .....	44.896	44.896	44.896	4.217	1.045	206	33.875	5.554	—	—	...

La magnitud de estas cifras indica que, una vez puesto en marcha un movimiento especulativo sobre una moneda, resulta muy difícil, si no imposible, para las autoridades monetarias hacer frente a la misma.

En los momentos previos al inicio de la crisis —agosto de 1992— el volumen total de reservas mantenido por los bancos centrales de los países directamente involucrados (9) apenas superaba los 270.000 millones de dólares. El volumen total de intervenciones exigido como consecuencia de la presión especulativa llegó a alcanzar, a lo largo de septiembre, los 9.000 millones de dólares diarios. Es evidente que, en este contexto, la única entidad capaz de hacer frente a tales movimientos habría sido el Bundesbank mediante ventas, por definición ilimitadas, de marcos. Pero, aún para el Bundesbank, los efectos perturbadores de estas compras de divisas sobre la liquidez en Alemania, y la imposibilidad de esterilizar unas entradas tan intensas y tan inmediatas (sólo entre agosto y septiembre de 1992 debieron alcanzar los 92.000 millones de marcos) indican que también para el Banco central alemán existía un límite.

Es obvio que la causa desencadenante de la cri-

sis del SME no fue la especulación, sino la contradicción antes señalada entre tipos de cambio fijos y diferenciales de inflación crecientes en un contexto de plena y total libertad de movimiento del capital. La especulación no hizo sino reaccionar, en base a un análisis objetivo de la situación, ante la evidente disparidad entre los tipos oficiales y los tipos de equilibrio, y ante las evidentes expectativas de beneficio que ello ofrecía. En este sentido, forzoso es reconocer que la responsabilidad de la crisis no puede recaer sino sobre los gobiernos responsables, así como en la propia inercia de los mecanismos comunitarios. Y a tal respecto, a lo largo de las sucesivas reuniones del Ecofin (comenzando por la dramática reunión de Bath en septiembre de 1992) todos y cada uno de tales gobiernos se encargaron de explicitar las culpas ajenas e intentar excusar las propias.

Pero, aun sentado esto, no es menos cierto que el ingente volumen de fondos potencialmente operante en el mercado, con su pasada experiencia de beneficios, y en el actual contexto de libertad cambiaria y desregulación financiera, tiene un potencial desestabilizador temible. Por supuesto que cualquier futura desviación del tipo de cambio de una moneda pondría en marcha, ineludiblemente, un

**CUADRO NUM. 7**  
**LA PESETA EN EL MECANISMO DE TIPO DE CAMBIO DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO**

Paridades centrales		Del 16 junio 1989 (1) al 16 sept. 1992	Del 17 sept. 1992 (2) al 21 nov. 1992	Del 23 nov. 1992 (3) al 13 mayo 1993	Del 14 mayo 1993 (4) al 2 agosto 1993	A partir del 2 de agosto 1993(5)
Pesetas por DM	Tipo vendedor .....	69,0170	72,6220	77,2800	84,0300	91,9120
	Tipo central.....	65,0000	68,4207	72,7877	79,1172	79,1172
	Tipo comprador .....	61,2170	64,4330	68,5400	74,5150	68,1200
Pesetas por ECU.....		133,631 → 132,562	139,176	143,386 → 142,150	154,250	154,250

- (1) Entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del SME.  
(2) Devaluación de la peseta (5 por 100).  
(3) Devaluación de la peseta (6 por 100).  
(4) Devaluación de la peseta (8 por 100).  
(5) Ampliación de la banda de fluctuación a  $\pm 15$  por 100.

movimiento especulativo en su contra. Pero la cuestión es que, aun manteniéndose dentro de un nivel consistente con sus *fundamentals*, ninguna moneda puede sentirse a salvo de las presiones (piénsese sin ir más lejos, en lo sucedido al franco francés). Y que, de hecho, cualquier moneda puede ser objeto de un movimiento especulativo que, una vez iniciado, puede obligar a los especuladores a mantenerlo y a forzar con ello su depreciación siquiera sea para evitar el quebranto que en caso contrario sufrirían al liquidar sus posiciones.

Es, precisamente, en base a esta reflexión que, en los últimos tiempos, vienen surgiendo voces que abogan por el establecimiento de algún tipo de restricción a los movimientos especulativos de capital.

### LA POLEMICA SOBRE LOS CONTROLES

Una de las características más acusadas de la crisis del SME ha sido su persistencia en el tiempo. Las primeras presiones especulativas se remontan a agosto de 1992, y se cerraron en falso con la devaluación de la lira y el abandono, por el Reino Unido e Italia, del mecanismo de cambios del SME a mediados de septiembre. Pero después de dicha fecha las presiones se reprodujeron una y otra vez, afectando a prácticamente todas las monedas de la CE en una especie de turno infernal: devaluación de la lira italiana (septiembre de 1992), flotación de la libra y la lira italiana (septiembre de 1992), devaluaciones de la peseta (septiembre y noviembre de 1992 y mayo de 1993), el escudo portugués (noviembre de 1992 y mayo de 1993) y la libra irlandesa (febrero de 1993), y presiones intermitentes a lo largo de todo el período sobre el franco francés, la corona danesa y las monedas sueca y noruega. Ante la perspectiva de una continuación en principio indefinida de las presiones, y constatada la incapacidad del SME en su configuración tradicional para hacerles frente, los gobiernos de la CE tomaron la decisión desesperada de ampliar las bandas

de fluctuación al 15 por 100. La medida, declarada transitoria, equivalía en términos prácticos a la libre fluctuación («el 15 por 100 está más cerca del infinito que del 2,25 por 100» en frase de un ministro europeo). Los gobiernos comunitarios reconocían la imposibilidad de seguir manteniendo un sistema de tipos fijos y obligaciones de intervención que no hacía sino asegurar beneficios sin riesgo a los especuladores, y aceptaba una fluctuación libre, bien que intentando al menos preservar las apariencias y la «letra» del SME.

De una cosa eran y son, sin embargo, conscientes los gobiernos de los países miembros: el carácter provisional de esta situación.

Un sistema de libre flotación (y unas bandas de fluctuación del 15 por 100 equivalen prácticamente a libre flotación) presenta dos problemas: en primer lugar, es un grave obstáculo al mercado único, puesto que distorsiona los flujos comerciales y puede alentar devaluaciones competitivas. En segundo lugar, es básicamente inestable, por cuanto los gobiernos, al quedar liberados de la disciplina exigida por el sistema de tipos fijos, pueden sentir la tentación de relajar su política monetaria. En la medida en que surjan expectativas en este sentido, la moneda del país será objeto de presión especulativa. El resultado final será, inevitablemente, una mayor volatilidad.

Desde luego, una vuelta a bandas más estrechas es difícil de adoptar en los momentos presentes, ni siquiera en una coyuntura de tranquilidad en los mercados y supuesta adecuación de los tipos de cambio: el restablecimiento de las bandas estrechas requeriría no sólo que la nueva parrilla de paridades fuera creíble, sino, además, que todos los países participantes en la misma adoptasen políticas monetarias y fiscales coherentes (cosa que, por desgracia, sigue sin estar suficientemente asegurado). De otro modo, estaríamos volviendo a la misma situación existente antes de la crisis de septiembre de 1992. Pero aun en el caso de que ambas condiciones se cumplieran, tampoco se podría

garantizar la estabilidad del mercado, pues los capitales especulativos podrían elegir, más o menos aleatoriamente, alguna presa y tomar posiciones contra ella hasta forzar su devaluación (el fenómeno denominado *self-fulfilling speculative attack*), con la garantía de que los bancos centrales estarían forzados, por su compromiso de intervención, a mantenerse en el cambio límite.

Si, por las razones expuestas, el mantenimiento de bandas anchas de fluctuación no puede admitirse como solución estable, y una vuelta a la banda estrecha no parece, en principio, posible a corto plazo, quedarían aparentemente dos únicas salidas: la aceleración del proceso hacia la moneda única o el establecimiento de algún tipo de restricción a los movimientos de capital.

El salto hacia una moneda única es, por supuesto, la solución al problema de la especulación, y la consecuencia lógica del proceso de integración monetaria y financiera en Europa. Pero si bien para algunos países tal decisión podría ser factible a corto plazo, para otros es políticamente imposible. La adopción de una moneda única, al eliminar la posibilidad de utilizar el tipo de cambio como instrumento para compensar pérdidas de competitividad, obligaría a efectuar los ajustes por la vía de los factores reales, y en los momentos actuales el coste de ello en términos de salarios y prestaciones sociales sería difícilmente asumible.

Es precisamente en base a la línea argumental hasta aquí descrita que los partidarios de las restricciones selectivas a los movimientos de capital consideran que tales restricciones son necesarias, siquiera sea de forma transitoria. Considerando además que, en tanto no se haya llegado a una moneda única, ni siquiera los recursos de todos los bancos centrales (ni del futuro Banco Central Europeo) serían suficientes para neutralizar la especulación potencial —ya vimos antes el volumen que puede alcanzar ésta— el propio presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, afirmó públicamente, en septiembre pasado, la conveniencia de establecer, a nivel internacional, algún tipo de límites a los movimientos de capital a corto plazo, añadiendo además que los estados miembros no deberían dudar, en situaciones de crisis, en recurrir a las cláusulas de salvaguardia que la Directiva 88/361 establece, y que les permiten en determinadas circunstancias la adopción de restricciones a estos movimientos.

Tales declaraciones dieron origen a una importante polémica, en la que terciaron, en contra de cualquier medida restrictiva, no sólo algunos círculos académicos y la prensa económica anglosajona (notablemente los diarios *Financial Times* y *Wall*

*Street Journal*) sino incluso medios oficiales de países comunitarios como Alemania y Holanda.

Desde un punto de vista técnico, son varios los mecanismos que se pueden adoptar para entorpecer los movimientos especulativos de capital.

Por supuesto, el más evidente es el de someter determinados tipos de operaciones a autorización previa por parte de las autoridades monetarias de los países. Tal exigencia supone, sin embargo, una vulneración tanto de la Directiva 88/361 como del Tratado de Maastricht, que prohíbe taxativamente a los estados miembros imponer cualquier clase de restricción a los movimientos de capitales entre ellos. La única alternativa a tal respecto sería recurrir a la cláusula de salvaguardia contenida en el artículo 3 de la Directiva, que permite a un estado miembro imponer restricciones a determinados movimientos de capital cuando «movimientos de capitales a corto plazo excepcionalmente amplios provoquen fuertes tensiones en los mercados de cambio y graves perturbaciones en la dirección de la política monetaria y de cambio de un estado miembro que se traduzca, en particular, en variaciones importantes de la liquidez interna». Pero tales restricciones se conciben como un recurso extraordinario y de carácter estrictamente temporal, por cuanto la Directiva establece mecanismos muy precisos de valoración y supervisión de las restricciones, y las permite por un período máximo de seis meses.

Descartado por tanto, salvo en circunstancias excepcionales, el establecimiento puro y simple de la exigencia de autorización previa para los movimientos de capital considerados especulativos, se han considerado otras vías que, sin suponer la prohibición administrativa, entorpezcan o encarezcan estas operaciones.

El establecimiento de límites a la fluctuación diaria de las monedas, de forma parecida a lo practicado históricamente en las bolsas de valores o en los mercados de *commodities* es sencillamente impracticable: suspender la contratación de una moneda cuando su cotización llega al límite, cerrando el mercado hasta el día siguiente, equivaldría a una especie de sistema de tipos de cambio fijos con bandas de fluctuación y devaluaciones sucesivas, algo así como un mecanismo de *crawling-pegs* traumático que distorsionaría las transacciones exteriores del país y, en momentos de tensión monetaria, se traduciría en suspensiones permanentes de la cotización.

Más viables, aunque discutibles, resultan otros mecanismos encaminados a encarecer hasta límites disuasorios los movimientos especulativos, bien sea mediante el establecimiento de un impuesto

sobre las transacciones en divisas o sobre los beneficios de cambio, bien sea mediante alguna forma de exigencia de reservas o depósito previo.

A favor de un impuesto sobre las transacciones en divisas se ha pronunciado Tobin (10), quien sugiere que la imposición, sobre todas las transacciones cambiarias, de un gravamen internacional uniforme cuyo montante no fuera excesivo tendría un efecto prácticamente nulo sobre los cobros y pagos corrientes y sobre las inversiones y demás flujos de capitales a largo plazo, y en cambio supondría una carga disuasoria sobre los movimientos especulativos a corto plazo. Un impuesto del 0,5 por 100 sobre las transacciones cambiarias —señala— equivaldría a un diferencial del 4 por 100 en los tipos de interés de las letras a tres meses, y tal colchón concedería además un cierto margen de autonomía a las autoridades monetarias nacionales.

Recuerda Tobin al respecto que ya en 1926 Keynes sugería un impuesto sobre las transacciones bursátiles como medio para reforzar el peso de las motivaciones básicas de gran alcance —y no las especulativas— en la determinación de las cotizaciones en Bolsa. Y ello, señala Tobin, puede ser igualmente válido para los mercados de divisas.

En contra de un impuesto de este tipo, así como de cualquier impuesto sobre los beneficios del cambio, se ha aducido (11) la dificultad de recaudar tal tributo debido a que, tratándose por definición de operaciones transnacionales, y dada la frecuente utilización de entidades instrumentales en paraísos fiscales por parte de bancos e instituciones de inversión, puede resultar muy difícil, si no imposible, la imputación de las operaciones.

Otra forma de entorpecer los movimientos especulativos puede ser la imposición, a los bancos y otras instituciones financieras, de la obligación de constituir un depósito sin interés en el banco central por el importe de sus posiciones cortas (o por un porcentaje de las mismas).

A favor de un mecanismo de este tipo se han pronunciado Wyplosz y Eichengreen (12), quienes señalan que la exigencia de depósito previo es perfectamente compatible con las normas de liberalización de la CE, y no vulnera ni la letra ni el espíritu de las mismas. En efecto —señalan— esta medida no impide las operaciones; no las somete a trámite administrativo alguno de autorización, ni las sujeta a prohibición alguna, sino que simplemente las encarece. Y en este sentido no podría decirse que vulnera las normas de la liberalización, del mismo modo que tampoco lo hacen las normas fiscales nacionales.

Por supuesto este argumento es discutible, y los

depósitos previos bien podrían ser calificados como una «medida de efecto equivalente» a las restricciones si su coste fuese tan elevado que hiciese imposibles las operaciones. Sería en todo caso una cuestión de interpretación de las normas comunitarias en una materia en la que no existen precedentes.

Es evidente también, por otra parte, que estos depósitos previos impedirían la integración financiera entre los países miembros de la CE, y por tanto no serían compatibles con los objetivos comunitarios en este sentido, aunque no es menos cierto que tampoco resulta posible dicha integración bajo el actual sistema de libre flotación, ni tampoco con un sistema tan inestable y vulnerable a la especulación como el SME tradicional.

Frente a este sistema de depósito previo se esgrimen multitud de reparos que Wyplosz y Eichengreen procuran refutar. Se objeta, por ejemplo, que las exigencias de depósito son ineficaces a menos que se establezcan con carácter universal, puesto que en caso contrario los bancos y las instituciones de inversión desplazarían sus operaciones hacia aquellos países que no tuvieran tales requerimientos. Incluso no sería siquiera necesario un desplazamiento físico de las salas de contratación, sino que bastaría la imputación legal y contable de las operaciones a centros *offshore*. En esta crítica (que también se esgrime en contra del establecimiento de impuesto o cargas fiscales sobre las operaciones especulativas) subyace un doble argumento: 1) que el país que unilateralmente impusiera tal obligación de depósito vería emigrar una parte de su negocio financiero hacia otros centros (en el caso de la CE, de sus centros de Londres, Frankfurt y París hacia Nueva York, Tokio o Hong Kong), lo cual puede ser cierto y sin duda constituye un serio reparo, y 2) que el desplazamiento de la actividad hacia otros centros haría totalmente inútil la medida, lo cual en cambio resulta más discutible.

Respecto de esto último, Wyplosz y Eichengreen señalan que, en el supuesto de que una moneda se encuentre bajo presión, y las autoridades del país impongan un depósito o margen a las posiciones abiertas, los especuladores podrían efectivamente eludir tal depósito actuando exclusivamente (vendiendo) sobre los depósitos de dicha moneda mantenidos en el extranjero, fuera del sistema bancario de ese país. Pero, dado que los depósitos son limitados, el alcance de la especulación se acabaría ahí. Ventas adicionales de esa moneda obligarían a los especuladores a tomar préstamos en la misma a los únicos en condiciones de concederlos, que serían precisamente los bancos del país en cuestión. De forma que, estableciendo exigencias de depósito previo sobre tales préstamos,

el banco central de dicho país podría encarecer unilateralmente las operaciones especulativas.

Una segunda crítica dirigida a la imposición de depósitos previos es que tal medida tendría efectos muy negativos sobre la inversión extranjera. Los inversores son muy reacios a tomar posiciones en aquellos países que aplican, o pueden aplicar, medidas restrictivas sobre los flujos monetarios. De forma que tales depósitos tendrían consecuencias perjudiciales sobre el mercado de deuda y, en general, sobre la inversión extranjera de cartera y aun la directa. Una medida de esta naturaleza que se impusiera solamente en un país, incluso solamente en la CE, podría provocar un desplazamiento importante de los flujos de inversión de cartera hacia otros mercados como Estados Unidos o Japón.

Esta crítica es consistente, y de hecho este riesgo de pérdida de confianza es lo que mueve a muchos expertos —y a medios oficiales— a contemplar con cierta aprensión la posibilidad de imponer depósitos previos. Advierten Wyplosz y Eichengreen que las exigencias de depósito previo no tendrían por qué afectar a las inversiones extranjeras, ni provocar distorsiones en los flujos internacionales de capital a largo plazo, toda vez que un depósito de cuantía razonablemente calculada, aunque resultara prohibitivo para las operaciones especulativas más volátiles (48 horas) tendría un impacto inapreciable si su coste se descuenta en un horizonte de 10-20 años. Pero, aun pudiendo esto ser cierto, el hecho es que la creación de obstáculos, del tipo que sean, a los movimientos monetarios internacionales suele provocar desconianza y alarma entre los inversores extranjeros, en especial si se establecen de forma imprevista.

En realidad, la única forma de paliar este posible efecto negativo consistiría en delimitar de forma muy estricta el campo de aplicación de estos requerimientos de depósito, limitándolos a categorías específicas de movimientos a corto plazo, acotando rigurosamente su ámbito y dejando claro el carácter estrictamente temporal de la medida.

Por último, otra objeción igualmente consistente es que históricamente los controles jamás han podido evitar las devaluaciones allí donde las autoridades de un país persistieron en mantener el tipo de cambio artificialmente sobrevaluado (de hecho la historia europea está llena de ejemplos en este sentido). Y que, en definitiva, el único remedio eficaz contra la especulación es seguir una política económica coherente con el nivel al que se pretende mantener el tipo de cambio. Hacer lo contrario y pretender impedir los movimientos de capital mediante prácticas restrictivas no hace otra cosa que enmascarar el problema de fondo sin resol-

verlo. Más aún, la imposición de restricciones que impiden los movimientos de capital a corto plazo puede tener como resultado que las autoridades económicas retrasen la adopción de las medidas correctoras que la situación económica del país requiere y que, por impopulares, se resisten a adoptar.

Este argumento es absolutamente fundado, aunque cabe apuntar que lo que los defensores de los depósitos previos pretenden no es establecerlos con carácter indefinido como norma general, sino adoptarlos con carácter transitorio en una época en que, en esta fase previa a la unión monetaria, la volatilidad del mercado y los *animal spirits* de los especuladores pueden provocar movimientos desestabilizadores aun sobre monedas fundamentalmente estables.

Un caso especialmente interesante de establecimiento de depósitos previos a las operaciones especulativas lo tenemos en las medidas adoptadas por las autoridades monetarias españolas en pleno centro de la tormenta monetaria, entre septiembre y octubre de 1992.

El 22 de septiembre de 1992 el Banco de España publicó su Circular 16/92, cuyas disposiciones tenían por objeto penalizar los ataques especulativos que en aquel momento se producían contra la peseta. Entendiendo que los *fundamentals* de la economía española no parecían justificar estos ataques, y que una defensa por la vía de elevaciones del tipo de interés habría tenido escasa eficacia, aparte de resultar insoportable para una economía en recesión, el Banco de España —que en aquel momento se resistía a una nueva devaluación (la anterior se había producido apenas una semana antes) y mucho menos a abandonar el mecanismo de cambios del SME— optó por imponer a los bancos españoles un depósito obligatorio a un año sin interés sobre los préstamos (incremento neto) en pesetas concedidos a no residentes, así como sobre sus posiciones divisas/peseta largas o acreedoras valor vencido, valor un día o valor dos días.

Esta Circular, cuya aplicación creó algunos problemas técnicos, fue sustituida poco después por la Circular 17/92, de 2 de octubre, que imponía igualmente a los bancos españoles un depósito sin intereses en el banco de España, por plazo a determinar, sobre 1) las ventas de pesetas contra divisas valor mismo día efectuadas a no residentes; 2) el incremento de las ventas netas de pesetas contra divisas a no residentes valor un día, y 3) el incremento en la posición de venta de divisas a plazo contra pesetas a no residentes (13).

El objeto de esta medida era encarecer los prés-

tamos en pesetas por parte de bancos españoles a no residentes instrumentados mediante operaciones *tom-next* o valor mismo día, así como los préstamos en pesetas a no residentes instrumentados mediante operaciones *swap* y las ventas a plazo directas (*outright*) de divisas a no residentes. En suma, se pretendió penalizar la vía más típica de especulación, cual es la de la toma de pesetas a préstamo por parte de no residentes por vía *swap*, y el procedimiento para ello consistió en la obligación de constituir un depósito no remunerado por una duración tal que su coste implícito anulara los beneficios esperados de una eventual devaluación de la peseta (14).

Tal medida se pudo adoptar sin discusión acerca de su legalidad o ilegalidad desde el punto de vista de la normativa comunitaria porque en aquel momento, y aun cuando el Gobierno español ya había declarado (con efectividad a partir de febrero de 1992) la plena libertad de movimientos de capital, aún no eran de plena aplicación para España las obligaciones de la Directiva 88/361 (el período transitorio no expiraba hasta el 31 de diciembre de 1992). Y en todo caso, las autoridades españolas tomaron la precaución de notificar oficialmente las medidas adoptadas a la Comisión de la CE el mismo día de su publicación, dando así cumplimiento formal a los requisitos que los estados miembros están obligados a seguir en los casos de recurso a la cláusula de salvaguardia de la Directiva (como si tal fuese el caso). Aparte que, de cualquier forma, se puso especial énfasis en señalar que la imposición de un depósito previo no podía en absoluto entenderse ni interpretarse como una restricción de las prohibidas por la Directiva 88/361, toda vez que las operaciones sujetas a depósito no quedaban prohibidas, ni se veían sometidas a trámite administrativo de autorización alguna.

En cuanto al alcance de la medida, las autoridades españolas fueron muy cuidadosas en dos extremos:

- En primer lugar, en delimitar de forma muy precisa las operaciones afectadas, circunscribiendo la exigencia de depósito a los mecanismos más típicos de la especulación: los préstamos en pesetas tomados vía *swap* por no residentes, o, dicho de otro modo, las ventas en corto plazo de pesetas contra otras divisas efectuadas por los especuladores no residentes financiadas mediante *swaps* interbancarios.

No se afectó en cambio, de ningún modo, a las operaciones de cobertura efectuadas por los residentes, a los *leads* y *lags* comerciales, ni al flujo normal de cobros, pagos y transferencias por parte de residentes.

- En segundo lugar, en manifestar el carácter estrictamente temporal de la medida (de hecho se derogó mes y medio después, en virtud de la Circular 19/92 de 23 de noviembre), por entender que una medida de esta naturaleza sólo puede ser — mal que bien— aceptable y, sobre todo, eficaz si su ámbito temporal es limitado.

Los resultados de esta medida fueron muy positivos, en el sentido de que frenaron de forma radical la especulación en contra de la peseta. Y ello sin producir efectos especialmente perturbadores (15). Aunque no sin provocar acerbas críticas, especialmente por parte de *brokers* y gerentes de fondos, algunos de los cuales pudieron experimentar apreciables quebrantos por causa de ella, y sin que se adujese que la desconfianza creada entre los inversores tendría serias consecuencias en el futuro, y afectaría negativamente a la capacidad de la economía española para captar ahorro externo. Afortunadamente nada de eso ocurrió.

No puede sin embargo olvidarse una interesante lección de esta experiencia: que por bien diseñadas que las medidas restrictivas estén, y por muy rigurosamente que se delimite su campo de aplicación, es casi imposible evitar que se produzca algún tipo de perturbación indirecta y que, al mismo tiempo, se deje sin cubrir algún hueco a través del cual se puede filtrar eventualmente la actividad especulativa.

En cuanto al primer inconveniente, es preciso señalar que las medidas de la Circular 17/92 afectaron inevitablemente a las coberturas a plazo efectuadas por no residentes con bancos españoles, que se vieron también afectadas por la exigencia de depósito dada la imposibilidad técnica de distinguir entre los *swaps* ligados a la especulación cambiaria a corto plazo, y los *swaps* ligados a operaciones de cobertura del riesgo de cambio.

En cuanto al segundo, las posibilidades de elusión del depósito por la vía de las sucursales en el extranjero de los bancos españoles obligó al banco de España a dirigir una recomendación a los bancos para que se abstuvieran de realizar traspasos de posición en divisas contra pesetas desde sus negocios en España a sus negocios en el exterior con el propósito de incrementar la capacidad de concesión de préstamos en pesetas a no residentes por parte de sus sucursales en el extranjero (16).

Ambos inconvenientes son un motivo más para considerar que medidas de este tipo, de imponerse, no deben concebirse como una solución estable, sino como una respuesta transitoria a una situación extraordinaria que no puede conjurarse por otra vía sin graves consecuencias.

## NOTAS

(1) Las normas actuales sobre transacciones exteriores están publicadas en diversas colecciones legislativas. Véanse, por ejemplo, *Legislación sobre transacciones exteriores*, Civitas, Madrid, 1993, y *Legislación sobre inversiones extranjeras*, Tecnos, Madrid, 1993.

(2) Para una explicación detallada de la actual normativa véase ALVAREZ PASTOR, D., y EGUIDAZU, F., «El sistema español de control de cambios», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. *Suplementos sobre el sistema financiero*, núm. 37, Madrid, 1992, así como el capítulo II de ALVAREZ PASTOR, D., y EGUIDAZU, F., *Control de cambios. Régimen jurídico de las transacciones exteriores en España y en la CE*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1992.

(3) La Directiva 88/361 CEE se aprobó el 24 de junio de 1988, y entró en vigor el 1 de julio de 1990, estableciéndose para España y otros países (Portugal, Grecia, Irlanda) un período transitorio hasta el 31 de diciembre de 1992.

(4) Véase Banco de España: *La balanza de capitales en 1991 y 1992. Balanza de Pagos en España 1991-1992*, Madrid, 1993, páginas 31 a 45.

(5) Sobre la crisis de la peseta véase Banco de España, «La crisis del Sistema Monetario Europeo». *Boletín Económico*, enero, 1993, págs. 51 a 55.

(6) Sobre la crisis del SME véase: Banco de España, «La crisis del Sistema Monetario Europeo». *Boletín Económico*, enero, 1993, páginas 39 a 55. PÉREZ CAMPANERO, Juan, «La crisis del SME», en *Economistas*, núm. 55, marzo 1993, págs. 28 a 35. La mejor y más sistemática información sobre los mercados de capitales, sus agentes y sus instrumentos es, en mi opinión, la contenida en el informe publicado por el FMI y elaborado bajo la dirección de GOLDSTEIN M., *International Capital Markets. Exchange Rate Management and International Capital Flows*, International Monetary Fund, abril 1993.

(7) Trillones, en la notación norteamericana. Cf. GOLDSTEIN, M. *et al. op. cit.*, FMI págs. 2 y 3.

(8) *Ibidem*, pág. 30.

(9) Alemania, Reino Unido, Francia, España, Italia, Portugal, Irlanda y Suecia.

(10) TOBIN, J., «Grávense los especuladores», *Financial Times*, 22 diciembre 1992.

(11) LIGHTFOOT, W., «El perjuicio del control de capitales», *Wall Street Journal*, septiembre 1993.

(12) WYPLOSZ, CH., y EICHENGREEN, B., «Taming speculation», *European Economic Perspectives*, núm. 1, Centre for Economic Policy Research, Londres, octubre 1993.

(13) Sobre las Circulares 16/92 y 17/92 y sus circunstancias, propósitos y consecuencias, es recomendable la lectura del trabajo de LINDE, L., «Las medidas del Banco de España de septiembre y octubre de 1992 penalizando la especulación cambiaria», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 54, Fundación FIES, Madrid, 1993, páginas 301 a 308. Véase, igualmente, L. M. LINDE y J. ALONSO, «Mercado de divisas y crisis cambiarias», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 76/77, julio-agosto 1993, págs. 220 a 244.

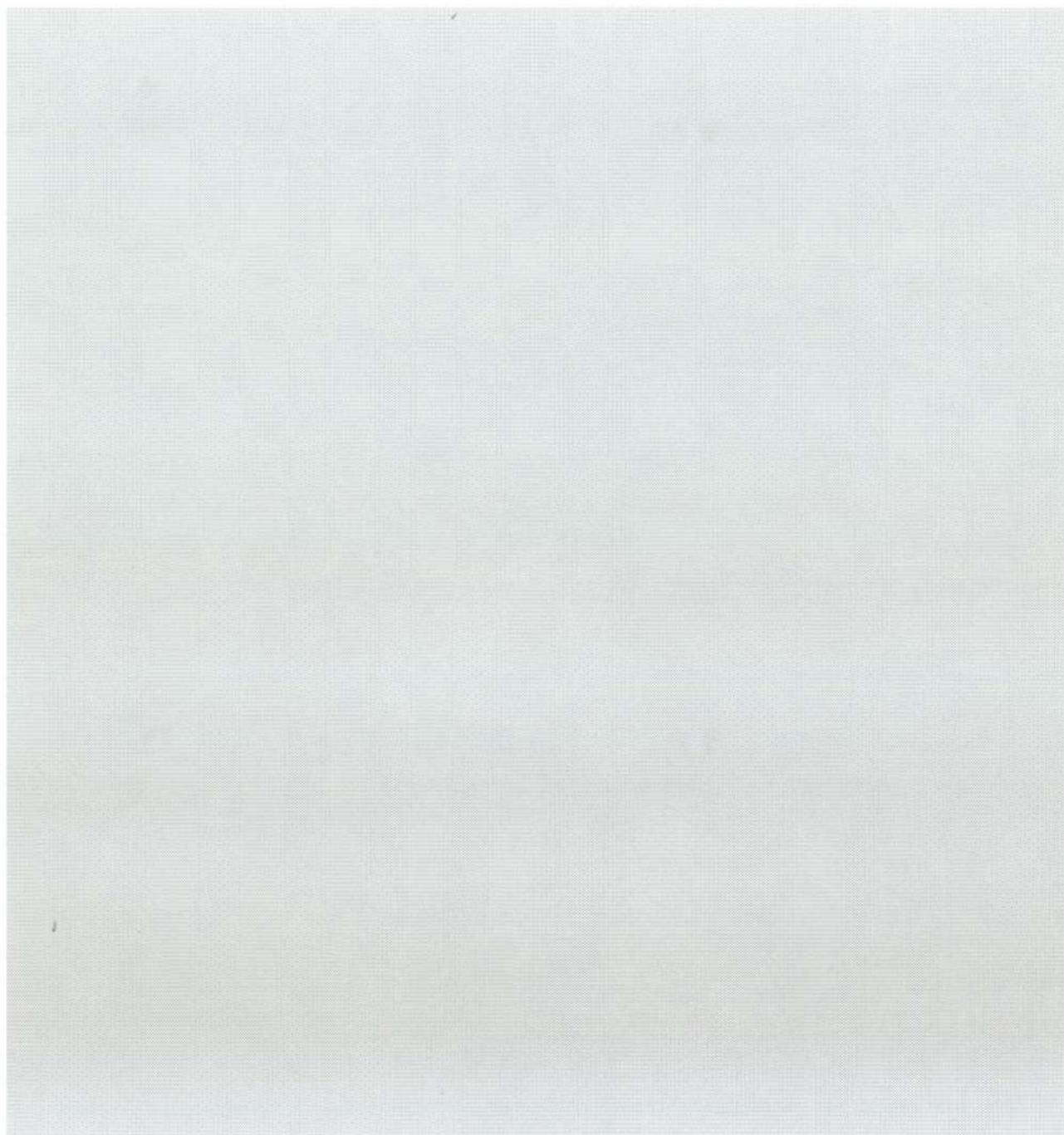
(14) Sobre los mecanismos de especulación cambiaria, véase LINDE, L. M., y ALONSO, J., «Mercado de divisas y crisis cambiarias», *op. cit.*, págs. 220 a 244.

(15) La posibilidad de que los residentes pudieran deslocalizar sus depósitos en pesetas, colocando fondos en el exterior para aprovechar el diferencial de intereses evitó que el recurso por no residentes a endeudarse en pesetas externas o europesetas (no sometidas a depósito) produjese una elevación de los tipos de interés de éstas.

(16) Se trataba de evitar que los bancos compensaran posiciones largas de divisas contra pesetas en sus negocios en España con posiciones cortas de divisas contra pesetas en sus negocios en el extranjero. (La normativa vigente sobre riesgo de cambio —Circular 1/1987— exigía el cumplimiento de los límites de riesgo de cambio en base al negocio total de cada entidad, esto es, consolidando con los negocios en el exterior.)



**EL FUTURO DE LA UNION  
ECONOMICA Y MONETARIA**





# POLITICA ECONOMICA EN EUROPA: PREVISIONES PARA EL RESTO DE LA DECADA

Peter Ludlow

## INTRODUCCION

El Tratado de Maastricht contenía dos puntos básicos: un proyecto para la Unión Económica y Monetaria Europea (UME) y un mapa bastante detallado indicando el camino hacia la consecución de ese objetivo. La evolución política y económica en los últimos dieciocho meses ha puesto en tela de juicio ese programa. El SME, que durante largo tiempo había sido considerado el precursor esencial de la UME, ha dejado de existir prácticamente, y pocos observadores confían en que a corto o medio plazo se pueda reconstituir una banda estrecha del ERM (mecanismo europeo de tipos de cambio) que recuerde en algo a su antigua forma. En consecuencia, existe un amplio consenso —no total, en cualquier caso— en señalar que el objetivo de la UME se ha alejado en el horizonte.

La argumentación de este documento contradice este nuevo lugar común. Por supuesto, sería estúpido negar que ha habido una grave crisis política y económica en la Comunidad Europea desde 1992. También sería absurdo insistir en que todo puede seguir y seguirá como se pensó originariamente, cuando se negoció el Tratado de Maastricht. Como sugiere la última parte de este informe, el plan previsto deberá incluir importantes modificaciones. Sin embargo, los elementos de continuidad en la situación actual son notables. En consecuencia, no hay razones importantes para dudar de que aproximadamente en 1999 algunos estados europeos constituirán una unión económica y monetaria basada en aspectos importantes de los principios enunciados en el Tratado de Maastricht, y que esta evolución —y los preparativos que se hagan entre tanto— determinarán el marco de la política económica de Europa no sólo entre los países del núcleo fundamental de la unión, sino entre todos sus miembros e incluso entre los que no lo son.

La argumentación se desarrolla en tres fases principales: la primera parte se centra en el Tratado de Maastricht. La siguiente ha de ser vista como una respuesta racional a los problemas reales que

van a seguir existiendo y, de manera aún más precisa, como una codificación del sistema económico actualmente existente. La parte siguiente analiza la naturaleza y causas de nuestro actual descontento, distinguiendo en la medida de lo posible lo efímero de lo estructural. En marzo de 1982, *The Economist* publicó lo que podría considerarse una nota necrológica de la Comunidad Europea. Como si fuese un artículo de gran impacto, equivalente a las fotografías no autorizadas de la princesa de Gales que han aparecido en la prensa sensacionalista británica, probablemente sirvió para aumentar la tirada. Sin embargo, como contribución sería al debate político, ni este artículo ni otros ligeramente menos melodramáticos aparecidos en *The Economist* y en otras publicaciones durante la presente crisis merecen mucha atención. Indudablemente, nuestras dificultades actuales son graves. Sin embargo, no son en su mayoría particularmente nuevas. La base desde la cual podemos afrontarlas es, además, incomparablemente más fuerte de lo que lo era hace diez o veinte años en las anteriores etapas de depresión. Sobre esta base, el apartado final discute probabilidades y prioridades para el resto de la década. Es posible, por supuesto, que Europa tenga que soportar otro *shock* interno o externo totalmente inesperado. Las *forces profondes*, que nos empujan hacia un solo mercado y una sola moneda, que los acuerdos institucionales de la Comunidad Europea han articulado más aún que estimulado, parecen, sin embargo, reafirmarse aun cuando por una u otra razón tengamos que volver a invertir la tendencia en un momento determinado.

## I. PUNTO DE PARTIDA: EL TRATADO DE MAASTRICHT COMO RESUMEN Y EXTENSION DEL SISTEMA ECONOMICO DE LA COMUNIDAD EUROPEA

El Tratado de Maastricht no era un vuelo fantástico pilotado por euroentusiastas desorientados decididos a alcanzar la unión antes de tiempo. Era,

por el contrario, una racional —y en algunos aspectos bastante cautelosa— respuesta a presiones dentro y fuera de un sistema político y económico europeo ya establecido y fortalecido. Estas observaciones, válidas para el tratado en general, son particularmente ciertas en aquellas partes en las que se definen las bases de una Unión Económica y Monetaria europea. Además, antes de discutir sobre la «crisis», es importante comenzar por una breve recapitulación de las principales características del sistema que los creadores del tratado heredaron y desarrollaron y por un análisis de lo que han obtenido en dos años.

La economía política de la Comunidad Europea/Unión Europea ha sido diseñada tomando como base cinco principios, todos los cuales eran evidentes antes de Maastricht, pero que a raíz del Tratado se han visto confirmados y ampliados.

- La primacía de la estabilidad monetaria, con todo lo que eso conlleva.
- El compromiso de incrementar la competitividad de los mercados.
- Una aceptación de una función redistributiva limitada, enfocada más hacia las regiones que a las clases sociales.
- La adopción de políticas comunes de acuerdo a la necesidad y sobre la base de la subsidiariedad.
- Un énfasis primordial en la regulación de la economía mediante reglamentación, armonización, coordinación, vigilancia y disciplina más que mediante intervención «directa» y menos aún mediante el uso generalizado de las tradicionales potestades impositiva y de gasto de los gobiernos centrales.

## 1. Estabilidad monetaria

El compromiso de la estabilidad monetaria ha ocupado el centro del proceso de integración desde el primer momento, aun cuando en los años cincuenta y sesenta fue simplemente aceptado y no considerado como un principio fundamental. La razón era obvia. El sistema de Bretton Woods, anclado en el dólar norteamericano, proporcionaba a Europa el marco de estabilidad que requería. Cuando, sin embargo, este anclaje externo dejó de poderse dar por sentado, la estabilidad monetaria ocupó rápidamente el primer lugar en la agenda política de la Comunidad, no como un deseo piadoso, sino como un caso de necesidad práctica. Indudablemente, muchos de los contenidos del plan Werner eran irrelevantes y utópicos. Las consideraciones que originaron la búsqueda de la UME —y de forma más práctica aún, la creación de la Ser-

piente Monetaria y, subsiguientemente, del SME— eran muy realistas. Sin unas relaciones monetarias ordenadas no se podía mantener una liberalización del comercio como la que los Seis habían alcanzado ya en los años sesenta, y menos aún ampliarla.

No es este el momento de discutir la historia del Sistema Monetario Europeo desde 1979 hasta su definitivo colapso en 1993. Baste decir que, en gran medida gracias al SME, los estados miembros de la Comunidad crearon la zona de estabilidad monetaria que los fundadores del sistema habían concebido, y al hacerlo frenaron la desintegración de la Comunidad y facilitaron su relanzamiento a través del Acta Unica Europea. El «éxito» del SME no debería, sin embargo, medirse simplemente en términos de su contribución a unas relaciones monetarias ordenadas dentro de la Comunidad. Indicadores más válidos de la importancia que la experiencia del SME tiene, en su sentido más amplio, son la llamativa convergencia de las economías de los estados miembros, según la mayoría (si no todos), de los indicadores fundamentales y —lo que no es menos importante— el surgimiento en toda la Comunidad de un consenso acerca de las prioridades y necesidades prácticas de la dirección económica que simplemente no existía en los años setenta, cuando se creó el sistema.

Con respecto al nuevo consenso, el Tratado de Maastricht, a modo de decálogo, presta especial atención a los siguientes puntos:

- La primacía de la estabilidad de precios por encima, por ejemplo, de las políticas diseñadas para fomentar el empleo.
- La independencia de los bancos centrales como corolario institucional del primer orden.
- La lucha contra los «déficit públicos excesivos», definida en el protocolo anexo al Tratado de Maastricht, al igual que lo anterior, en términos anuales del 3 por 100 del PIB o sobre una base acumulada del 60 por 100 del PIB.
- El abandono de la financiación monetaria de la deuda pública y la aceptación del principio de que en una crisis no puede haber «fianzas».
- Una predilección por los tipos de interés a largo plazo más que a corto plazo en su función de indicadores económicos.

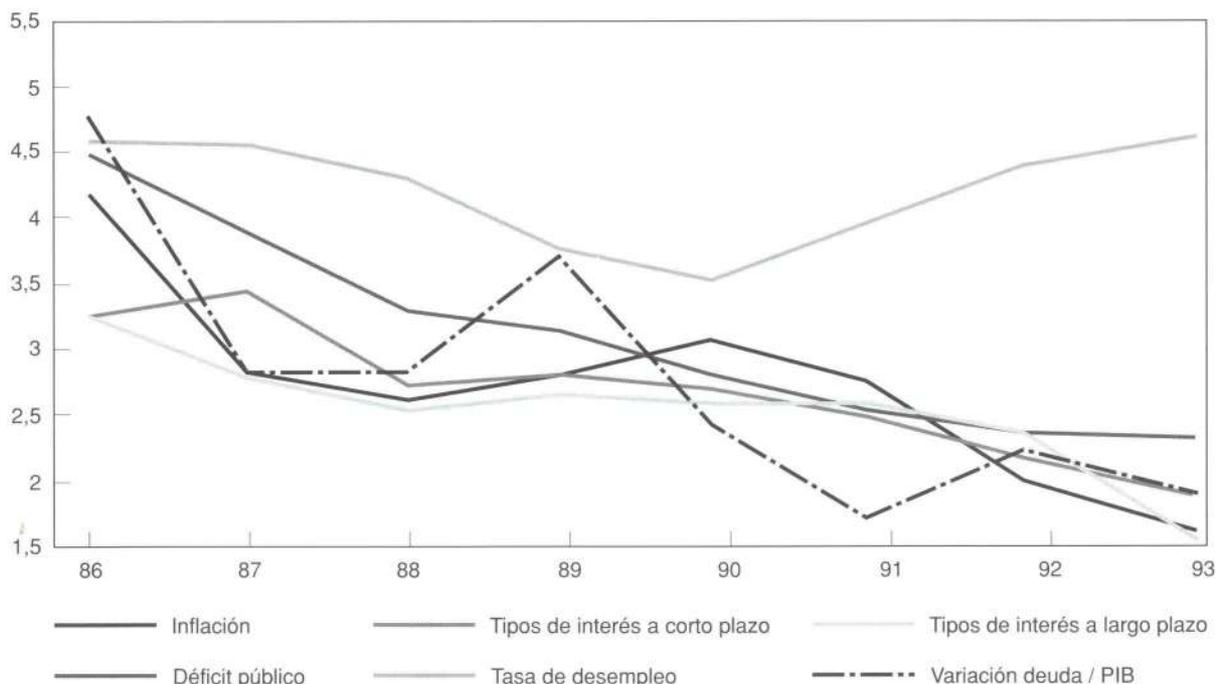
El debate sobre la Unión Económica y Monetaria europea se ha caracterizado por la lucha entre «monetaristas» y «economicistas». Los primeros se caracterizan por enfatizar el efecto catalizador del cambio institucional, mientras que los segundos acentúan la convergencia de los fundamentos. En el Tratado de Maastricht se recogen ambas postu-

ras. Cuando se lleve a cabo, la UME será el resultado de una decisión política del Consejo Europeo. En comparación, sin embargo, el tratado es notable principalmente por su insistencia en la convergencia de los fundamentos. Algunos comentaristas, pertenecientes sobre todo a los países más débiles, interpretaron este hecho como una «victoria» de los partidarios de la línea dura en Alemania y en los Países Bajos, que en realidad no querían una Unión Económica y Monetaria. Ello es, sin embargo, una grave y excesiva simplificación. Los que «ganaron» en el diseño del Tratado desde luego no querían una Unión Económica y Monetaria a toda costa. Sus estrictos criterios dan testimonio de ello. En un análisis final tales criterios eran, sin embargo, una reelaboración de las normas en lenguaje legal, según las cuales la política económica ya se estaba evaluando tanto en cada uno de los estados miembros como a nivel comunitario. El logro del proceso del SME —obviamente iniciado por los «monetaristas»— ha sido interiorizar, y en cierta medida realizar, los objetivos de convergencia en los cuales los «economicistas» habían insistido tanto durante las primeras etapas del debate.

Por supuesto, ello no quiere decir que la práctica coincida siempre con la norma. El gráfico 1, que muestra los resultados de los estados miembros de la CE conforme a seis indicadores clave, incluyendo todos los «criterios de Maastricht», aporta, sin embargo, una clara muestra de convergencia real a lo largo de la pasada década.

Como muestra el análisis, recogido en el segundo apartado del presente informe, la mayoría de los estados miembros de la Unión Europea han dado un serio traspás durante la presente crisis, sobre todo en lo que respecta al gasto público. Ello implica además que los actuales acuerdos *institucionales* a nivel de la Unión Europea eran inadecuados y la destrucción efectiva del SME había incluso acentuado. Sin embargo, si se compara el debate político actual con la discusión habitual en los años setenta o primeros ochenta son evidentemente pocas las figuras destacadas de la clase política en toda la Unión Europea que disienten públicamente del consenso antes citado. Los socialistas franceses, mientras esperaban a despegarse de Giscard d'Estaing y Raymond Barre, pusieron en tela de juicio las bases de la política económica nacional. Hoy incluso los socialistas griegos se ali-

GRAFICO 1  
CONVERGENCIA DE LA CE-10  
DESVIACIONES ESTANDAR DE ALGUNOS INDICADORES



Nota: CE-10 = CE-12 excepto Grecia y Luxemburgo

nean en las filas de la virtud... y serán juzgados presumiblemente por su electorado, por no hablar de la comunidad internacional, si no les guardan a éstos la prometida fidelidad. En el caso griego, que cuenta con el previo y benigno descuido de la Comunidad, particularmente significativo, sería fácil declarar que se está en el mejor de los mundos. No podemos suponer que en ausencia del SME, y no digamos de una efectiva «vigilancia multilateral» a nivel de la Unión, los estados miembros seguirán convergiendo automáticamente por la senda de la virtud. Por el contrario, debemos suponer que no lo harán. Esta es otra razón por la que, sin embargo, el marco de Maastricht sigue siendo relevante desde el momento en que uno de sus objetivos básicos es avanzar «más allá del SME».

## 2. Competitividad del mercado

El Tratado de Maastricht subraya la importancia de «una economía de mercado abierta con libre competencia» en varios puntos. Sin embargo, cuando se diseñó el tratado, la mayor parte de las medidas importantes para alcanzar la consecución de este objetivo ya habían sido articuladas en el Tratado de Roma, así como en el Acta Unica Europea, y llevadas a la práctica por los programas de 1992 y su legislación anexa. Aún quedaban cabos sueltos que atar, pero el objetivo de 1992 ya estaba casi al alcance de la mano y el énfasis principal del debate político se había desplazado de la legislación a la aplicación.

Desde la firma del tratado, y a pesar de las dificultades de la ratificación de Maastricht, este proceso ha seguido adelante. La débil presidencia británica en la segunda mitad de 1992 casi llegó a completar el programa del mercado único y sus sucesores han continuado su obra. A nivel de implementación, se han realizado constantes mejoras. Las últimas cifras que indican el traspaso de direc-

tivas de la CE a las diferentes legislaciones nacionales muestran que todavía hay diferencias entre los estados miembros. Estas son, sin embargo, mucho menores que antes y, por ejemplo, el país más lento, Luxemburgo, ha alcanzado ya un respetable (lo que no quiere decir óptimo) 88,4 por 100.

El progreso tampoco se puede medir simplemente en términos de legislación. El mercado único es cada vez más una realidad operativa para hombres de negocios que ignoran sus riesgos y aceptan sus beneficios. En términos de «aceptación» práctica, el mercado único está más hondamente enraizado que el consenso sobre la buena conducta apuntado en el apartado anterior. Las tendencias proteccionistas son indudablemente más fuertes en unos estados que en otros. Un aspecto que, sin embargo, resulta llamativo en el debate sobre la política comercial en Francia —por tomar sólo el ejemplo más obvio— es que la perspectiva desde la que se discute ahora no es la misma que durante la recesión de hace diez años, Francia contra la Comunidad, sino la Comunidad contra el mundo.

No obstante, el mercado único es en última instancia tan sólo una parte del sistema político de la CE. Por ello, a la hora de evaluar tanto la sustentabilidad como la dirección del proceso de integración es necesario reconocer los estrechos lazos que existen entre éste y otros elementos fundamentales del sistema. Hay ejemplos en todos los sectores. En el presente contexto, sin embargo, la conexión entre el mercado único y el compromiso de la estabilidad monetaria es fundamental. Históricamente, el relanzamiento de la Comunidad Europea a mediados de los ochenta sólo fue viable debido al relativo orden que se había restablecido en las relaciones monetarias dentro de Europa a través del SME y también al cambio de actitud con respecto a las prioridades en política económica que acompañó a este proceso. El país clave en todos los aspectos fue Francia. La

CUADRO NUM. 1  
IMPLEMENTACION DE LEGISLACION CE POR LOS ESTADOS MIEMBROS

Estado miembro	Directiva aplicable	Directivas para las medidas que se han comunicado	Porcentaje
Bélgica .....	1.087	984	90,5
Dinamarca .....	1.088	1.044	96,0
Alemania .....	1.090	980	89,9
Grecia .....	1.087	960	88,3
España .....	1.086	980	90,2
Francia .....	1.088	1.012	93,0
Irlanda .....	1.088	991	91,1
Italia .....	1.087	969	89,1
Luxemburgo .....	1.087	961	88,4
Holanda .....	1.087	1.012	93,1
Portugal .....	1.086	969	89,2
Reino Unido .....	1.087	1.014	93,3

crisis política y económica de 1982-1983 marcó el comienzo de la era del SME y, al mismo tiempo, preparó el terreno para la adopción de los programas de 1992 y, más en general, del Acta Unica Europea. Los lazos entre ambos aspectos continuaron siendo importantes en los años siguientes. Hay muchas explicaciones respecto de la oportunidad del renovado debate sobre la UME, que empezó en 1987-1988 con el informe CEPS de Thygesen y Gros, y que fue asumido por el Comité Delors. Un factor evidente y de gran importancia fue, sin embargo, el impacto que causó la liberalización de movimientos de capital en el SME, que fue primero contemplada y después incluida en el contexto de los programas de 1992. Este punto ya había sido destacado contundentemente en el informe de 1987 sobre el sistema económico europeo de Tommaso Padoa Schioppa, aunque en este momento tanto él como sus colegas estaban lejos de proponer la UME al pleno como hicieron, algunos meses después, Thygesen y Gros. Subsiguientemente, la predicción de que el SME no podría sobrevivir por mucho tiempo a un régimen de capitales totalmente liberalizado se convirtió en una expresión constante tanto en la bibliografía oficial como en la no oficial. La siguiente cita del informe de la Comisión Europea *Un mercado, una moneda*, publicado en octubre de 1990, es un buen ejemplo:

«Si la Comunidad no avanza hacia la UME, ¿deberá ser 1992 más el SME una alternativa estable? No se puede responder a ello con seguridad, ya que si los tipos de cambio han de ser estables, la total liberalización del capital requiere virtualmente una política monetaria unificada. Otras alternativas a la UME podrían, por tanto, ser 1992 con un SME menos que completo o un SME completo con un mercado único menos que totalmente integrado.»

Por las razones que ya se han expuesto anteriormente, y que se repetirán en el apartado siguiente, la interiorización de las prioridades y disciplinas del SME que indudablemente ha ocurrido en la mayoría (si no en todos) de los estados miembros nos ha llevado a vivir un «1992 con el SME menos que completo» por algún tiempo. Sin embargo, sería pedir demasiado al sentido común de la clase política y a aquellos ante los que son responsables que llevaran a cabo de forma indefinida una política de *laissez faire*. Desde el punto de vista del mantenimiento del mercado único, por tanto, la causa de la UME parecería más fortalecida que debilitada como consecuencia de las turbulencias de los últimos meses.

### 3. Redistribución

El debate sobre qué redistribución —en caso de que deba existir la misma— puede o debe haber dentro del mecanismo comunitario alcanza importancia política por primera vez, a principios de los

setenta, con el compromiso de alcanzar la UME antes de 1980 y también con la ampliación simultánea de la Comunidad Europea en el proceso de inclusión del Reino Unido e Irlanda. Como país grande con regiones notablemente más pobres que la media de la Comunidad y, además, como potencial contribuyente neto al presupuesto comunitario, que en ese momento estaba más desproporcionadamente destinado a la agricultura que ahora, el Reino Unido defendió la creación de un fondo regional. En 1978, respaldado por Irlanda e Italia, también abogó por la realización de «estudios concurrentes» destinados a planes de producción mediante los cuales se pudiese compensar a las economías más débiles de cualquier daño que pudiesen sufrir debido a la introducción del SME.

Los resultados de esta primera ronda de debates políticos fueron, sin embargo, poco impresionantes. El fondo regional se llevó una escasa parte del presupuesto comunitario y se quedó convertido, prácticamente, en un instrumento pesado y romo. Dos evoluciones ocurridas en los ochenta, en apariencia bastante contradictorias, transformaron la situación. La primera estuvo asociada a la elección de la nueva primera ministra británica, Margaret Thatcher, la cual no realizó prácticamente ninguna aportación positiva a la reflexión o al debate sobre la función del presupuesto de la CE: después de todo, su único interés era que «le devolvieran su dinero». No obstante, el asalto que sostuvo con sus colegas del Consejo Europeo consiguió un efecto importante e incluso saludable sobre el debate presupuestario al eliminar las posibles ilusiones sobre la posibilidad de hacer grandes transferencias «generales» de recursos a través de mecanismos comunitarios, comparables de uno u otro modo a la compensación financiera de la República Federal de Alemania.

La segunda evolución a que hacíamos referencia antes fue más positiva. Se refirió una vez más a la ampliación de la Comunidad, primero para incluir a Grecia y después, aún más importante, para incluir a España y Portugal. La literatura inmediatamente posterior al Acta Unica Europea ha tendido a centrarse en los programas de 1992, con una exclusión virtual de cualquier otra consideración. Este hecho es comprensible, pero también deplorable, ya que ha oscurecido la importancia crucial de la tercera ampliación en el proceso y sobre todo en el primer desarrollo —en términos más generales en el tratado mismo y, subsiguientemente, en el paquete Delors— de una nueva estrategia redistributiva más limitada, pero por esa misma razón mucho más localizada.

El efecto combinado de estas dos evoluciones podrá comprenderse mejor si comparamos las no-

ciones de largo alcance, pero totalmente irreales, de lo que no sólo era posible sino también necesario para sostener la efectiva integración europea, que se encuentran en el informe MacDougall de 1977 y en las más sobrias estimaciones adoptadas en los paquetes Delors I y Delors II. Mientras MacDougall sostenía que una federación «ligera» requeriría unos gastos de, por lo menos, el 7,5 por 100 del PIB a nivel federal y que una alternativa prefederal (que era en muchos sentidos mucho menos ambiciosa que la realidad que ha empezado a emerger a finales de los ochenta) necesitaría un 2,5 por 100 del PIB, Delors I sitúa el techo en el 1,2 por 100 y Delors II en el 1,35 por 100.

No es preciso apuntar en este ensayo los detalles de Delors I o Delors II. Bastará con hacer dos observaciones. En primer lugar, aunque mucho más limitados en sus ambiciones globales, ambos paquetes autorizan fondos para las regiones más necesitadas que no son desdeñables en términos de cantidad y calidad. Por el contrario, como han apuntado con frecuencia las publicaciones oficiales, los Fondos Estructurales son en muchos aspectos superiores a la ayuda Marshall de los Estados Unidos a Europa Occidental de finales de los cuarenta. El segundo punto está más relacionado con las tesis de este ensayo. Delors II fue aprobado bajo unas presidencias débiles durante la crisis de la ratificación de Maastricht y en un momento en el que la Comunidad parecía estar peligrosamente a la deriva para la mayoría de los observadores externos. Lo esencial del sistema económico de Maastricht, podría decirse, ha continuado fortaleciéndose a pesar de los reveses políticos y económicos a través de 1992 y 1993.

Antes de terminar esta discusión sobre el sistema redistributivo de la Unión Europea es importante responder a una crítica bastante obvia realizada por los escépticos respecto a lo dicho en los párrafos previos. Está claro *que* la Unión Europea sanciona transferencias financieras bastante modestas y también es evidente *por qué* esto es así: el actual sistema político, tal y como esté en estos momentos, es incapaz de hacerlo mejor. Este aspecto, por sí mismo, sirve para subrayar el hecho —el argumento podría continuar— de que la Unión Europea está aún muy lejos de ser una federación y, aún con más fuerza, de que está absolutamente mal equipada para compensar los desequilibrios regionales que podrían aparecer en la UME a pleno funcionamiento. Puede que MacDougall no haya sido realista, pero no estaba equivocado necesariamente.

Este es un serio argumento que ha vuelto a surgir en un importante documento de Sala i Martin y Sachs. Sachs y Sala i Martin argumentan que en

los Estados Unidos cada dólar de menos en el ingreso *per capita* regional se convierte en un descenso del 34 por 100 en la carga fiscal federal *per capita* y en un aumento del 6 por 100 en las transferencias federales *per capita* a los individuos. En otras palabras, el gobierno federal norteamericano estabiliza el 40 por 100 del ingreso regional. La Unión Europea, que tiene un presupuesto sólo ligeramente superior al 1 por 100 del PIB, posiblemente no puede esperar alcanzar este resultado. Sin embargo, las conclusiones de Sachs y Sala i Martin han sido recientemente revisadas en un importante documento de Daniel Gros y Erik Jones, del CEPS que muestra, en primer lugar, que la influencia de los estabilizadores automáticos está exagerada. De hecho, el desequilibrio sólo es probable entre el 4 y el 14 por 100. En conjunto, la contribución de los cambios en las posturas fiscales federales a la estabilización de la renta personal disponible es mayor. Finalmente, las regiones más pobres de los Estados Unidos reciben transferencias del presupuesto federal, pero no sacan más provecho que las regiones ricas de la función estabilizadora del sistema fiscal federal norteamericano, debido a que la renta personal de sus residentes ya no es variable. Si las conclusiones de Gros y Jones son correctas, el actual mecanismo redistributivo de la Unión Europea, que sin duda es políticamente realista, puede además demostrar en la práctica ser compatible con una plena UME.

#### 4. Políticas comunes

A lo largo de cuarenta años, la Comunidad Europea (Unión Europea) ha desarrollado una impresionante colección de políticas comunes. Dos medidas bastarán para ilustrar hasta dónde ha llegado el proceso: la proliferación de reuniones del Consejo, cuyo número en el presente, a nivel ministerial, es de casi cien al año y que involucran de un modo u otro a todos los departamentos gubernamentales en todos los estados miembros, y la amplia lista de «actividades de la Comunidad» que puede hallarse en el artículo 3 revisado del Tratado de Maastricht. El artículo 3 original del Tratado de Roma iba de la «a» a la «k»; la nueva lista llega de la «a» a la «t», y por definición no incluye los asuntos de gran importancia englobados en los pilares dos y tres. No todas las políticas comunes que han surgido o están esbozadas en el Tratado de Maastricht tienen una relevancia directa para el debate sobre el sistema económico, aunque algunas, sin embargo, sí que la poseen. Por ejemplo, la política comercial común, la política agrícola común (PAC), la política de competencia, la política común de transporte, la política social, la política medioam-

biental, las políticas de reforzamiento de la competitividad de la industria comunitaria, las políticas diseñadas para fomentar la investigación y el desarrollo tecnológico, las políticas para alentar el establecimiento y desarrollo de redes transeuropeas, las políticas que contribuyen a la consecución de un alto nivel de protección sanitaria, los programas educativos y de formación, las políticas de desarrollo y las medidas para reforzar la protección al consumidor. Algunas están mejor establecidas que otras, la PAC y la política de competencia en sus diferentes formas son buenos ejemplos; están más estudiadas para el futuro, tales como una efectiva política de transporte o una política energética relevante. Sea como fuere, prácticamente todos los aspectos de las políticas públicas entran, de un modo u otro, dentro de la actual esfera de competencias comunitarias.

Fue teniendo presente este proceso acumulativo que los negociadores de Maastricht aceptaron hacer en el artículo 3b una referencia explícita al principio de subsidiaridad. ¿Hasta qué punto es significativa esta «innovación»? Hasta ahora el debate se ha caracterizado más por el calor que por la luz. La *política* en la Comunidad Europea siempre ha tenido una tendencia a delegar aspectos o, como mínimo, a entremezclar elementos nacionales y supranacionales. La Comisión y, más en general, las instituciones comunitarias son, por tanto, tan poderosas como el Consejo les permite, y la responsabilidad primaria por cualquier «exceso» tiene que deberse, por tanto, al exceso de celo o a la negligencia por parte de los propios estados miembros. Aquellos que, como el primer ministro Stoiber o sus colegas, se quejan de que el «gran Moloch» de Bruselas es atribuible a los mismos poderes que son innecesarios e irrelevantes deberían empezar por preguntar a los representantes del gobierno de Bonn cómo es que los poderes de los que se quejan son actualmente aceptados por los representantes nacionales.

La introducción de la noción de subsidiaridad en el tratado no ha sido, sin embargo, bienvenida desde el momento en que introduce un *test* útil y objetivo de lo apropiado o inapropiado de la acción común a través de la Comunidad. Sería altamente deplorable que este principio se convirtiera en fuente de interminables litigios, como podría ocurrir teóricamente con el artículo 173. Si, no obstante, prevalece el sentido común, la subsidiaridad podría inducir con el paso del tiempo una aproximación más racional a las políticas comunitarias de lo que ha sido el caso hasta la fecha. Sin embargo, parece muy improbable que la creciente tendencia, por parte de los estados miembros, a utilizar las instituciones comunitarias como marco para com-

pensar los límites del poder nacional en ciertas áreas políticas se detenga. Por el contrario, todas las evidencias apuntan a que, a pesar de la retórica del proceso de ratificación, el proceso acumulativo ha continuado. Una reciente, y bastante elocuente, confirmación de esta suposición es el hecho de que durante la presidencia danesa, antes de que Maastricht entrara en vigor, los ministros y funcionarios dedicados al tercer pilar (Interior y Justicia) se reunieron durante al menos ochenta y cinco días laborables a lo largo de todo el período de seis meses. Entre los que reconocen abiertamente la creciente importancia de la empresa común en esta esfera se encuentra incluso Charles Pasqua, que al principio era uno de los contrarios al Tratado de Maastricht, pero que ahora, como ministro del Interior, se muestra tan convencido como el que más de la necesidad de que los estados miembros trabajen juntos.

## 5. Gobierno por decreto y coordinación

El principio final que sostiene la economía política de la Unión Europea ha sido ya esbozado en varios puntos en las páginas anteriores. En la práctica, resulta obvio que este principio fiscal ha sido oscurecido en los últimos dieciocho meses por las efusiones de políticos nacionales que por una u otra razón se hallaban en apuros.

El reciente ensayo de John Major en *The Economist* es un buen ejemplo. Como contribución seria al debate post-Maastricht no se le puede valorar muy alto, ya que es verbalista, está infestado de clichés e incluso trata con caricaturas más que con realidades. Así, treinta y cinco años después de que el Tratado de Roma alterase decisivamente el equilibrio institucional que se concibió inicialmente en el Tratado de París, el primer ministro británico declara que, gracias al liderazgo del Reino Unido, las negociaciones de Maastricht «reafirmaron la autoridad de los gobiernos nacionales». Describiendo en unas pocas frases la forma en la que cree que el Consejo Europeo y el presidente de la Comisión *deberían* relacionarse, el primer ministro repite inconscientemente, casi palabra por palabra, la descripción de cómo *funciona* el sistema que dio el propio Jacques Delors al Parlamento Europeo durante la cumbre de su poder en febrero de 1989 mientras respondía a diversas interpelaciones.

«La Comisión tiene un derecho de iniciativa. Pero hay que hacer una distinción respecto a si la ejercemos dentro de un marco institucional específico o en un contexto político más general... En el marco institucional, nuestra misión es ejecutar aquello que ha sido decidido (por el Consejo Europeo), mientras en términos políticos generales tenemos que mos-

trar a cualquiera que todo se hace con buena intención.»

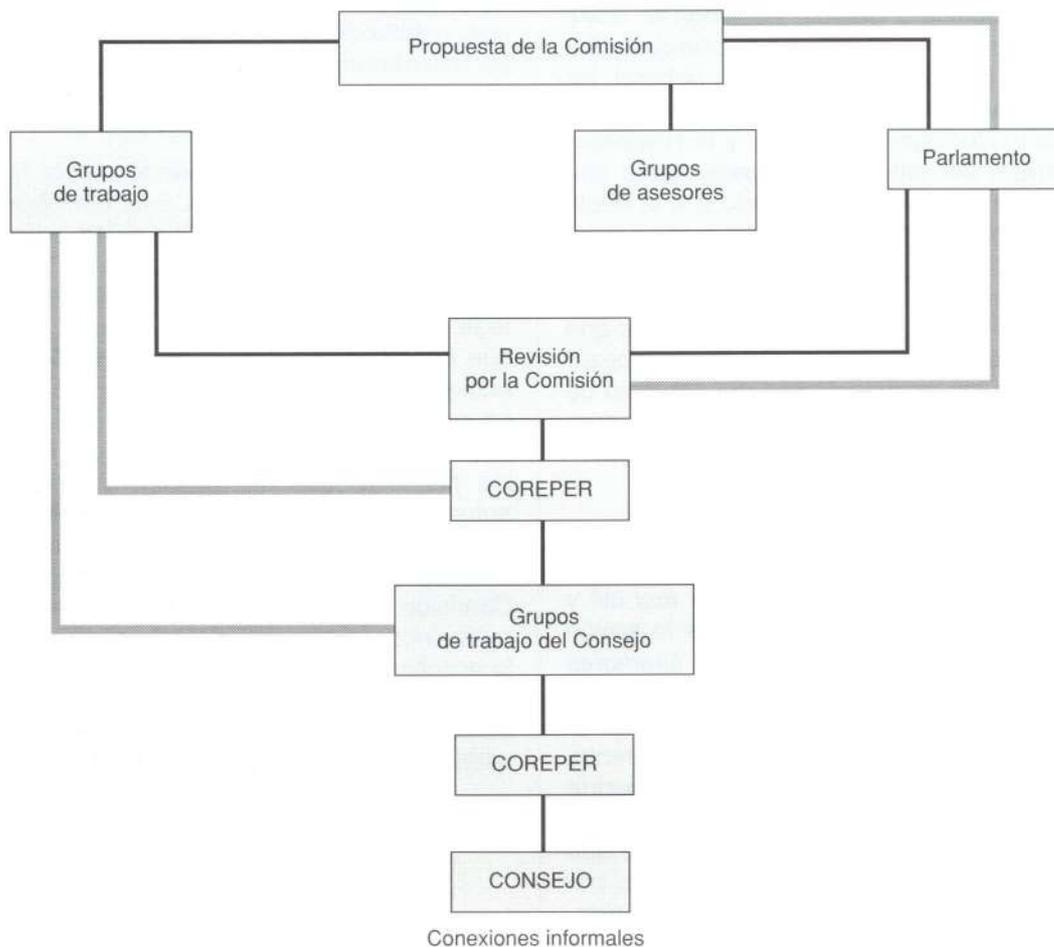
Desde el Tratado de Roma, el gobierno de la Comunidad Europea/Unión Europea ha sido ejercido siempre por los estados miembros en asociación con la Comisión Europea. El esquema 1 ilustra el ejercicio normal del «poder» más distintivo de la Comisión, esto es, su derecho exclusivo de iniciativa, que ilustra bien el punto. Indudablemente, en muchos aspectos ese derecho es un mandato para «dirigir». En la práctica, sin embargo, es el Consejo el que *decide* dentro del análisis final, ya que la Comisión casi siempre ha tratado de movilizar los recursos de los estados miembros —que son mucho mayores en términos cuantitativos y cualitativos— para tomar nota de cómo debía formular una propuesta política concreta antes de someterla a la maquinaria del Consejo.

Lo que es cierto para la formulación de las políticas es en la mayoría de las áreas aún más cierto

para la implementación de las mismas. Los artículos centrales del Tratado de Maastricht tratan de las políticas económica y monetaria (artículos 102a a 109m), definiendo un sistema en el que el énfasis principal se incorpora de principio a fin dentro del equilibrio de la presión mediante «el establecimiento de principios generales», la introducción de «controles multilaterales», la definición de reglas referentes a los excesivos déficit gubernamentales y el establecimiento de principios previos y posteriores a la creación formal de una unión monetaria en lo referente a «disciplina» y «sanciones». En otra esfera muy distinta, la crucial importancia de la aceptación del «reconocimiento mutuo» como guía del desarrollo de los programas de 1992 subraya una vez más el punto central. La Unión es ante todo una unión de Estados nacionales maduros cuyos esfuerzos colectivos pueden, por tanto, ser impulsados por una superestructura marcadamente «ligera».

Como ocurría con el debate en torno a la redistri-

ESQUEMA 1  
ENTRAMADO BUROCRATICO Y PODER DE INICIATIVA DE LA COMISION



bución, la cuestión que tiene que surgir es si un sistema que es racional en términos políticos será suficiente en el caso y en el momento en que se alcance la plena Unión Económica y Monetaria. El problema se ha planteado de diferentes formas durante el año pasado. Numerosos discursos de antiguos funcionarios del Bundesbank alemán se han referido, por ejemplo, a los aspectos inadecuados de la actual «infraestructura política» dentro del contexto de la UME. Ciertos aspectos de la legislación del Tribunal de Karlsruhe parecen apuntar en la misma dirección. Finalmente, y de una manera aún más práctica, la reincidencia en el gasto público ha sido una característica de los últimos doce meses, a pesar del compromiso público de mantenerlo bajo control y de las frecuentes reuniones de las instituciones comunitarias. El sistema, tal como es o como se ha intentado que sea en el Tratado de Maastricht, va a ejercitar en la práctica sobre los estados miembros la disciplina que será necesaria si la UME ha de ser operativa. La historia de las relaciones greco-comunitarias a mediados de los ochenta no es en modo alguno alentadora.

La respuesta a estas críticas tiene que comenzar por un reconocimiento de su fuerza. Tal como el sistema ha funcionado en la práctica, equilibrio de la presión, controles multilaterales y reconocimiento mutuo no han sido lo bastante fuertes con respecto a las áreas más importantes de las políticas públicas. Sin embargo, nos falta todavía un trecho para llegar a la UME, y también para la plena aplicación de los principios fundamentales de la financiación no monetaria de la deuda pública o «fianza». Si la Unión da pasos importantes hacia la primera, y es absolutamente consistente en la segunda, hay que dudar de si necesitará más instrumentos de los que le da el Tratado de Maastricht, desde el momento en que en el análisis final los Estados que insistan en una política fiscal excesivamente laxa serán abandonados en las poco compasivas manos del mercado. Nuevamente, sin embargo, la lógica de la situación apunta más hacia la recuperación de un serio compromiso con el calendario de la EMU que a un retraso. En un sistema político tan laxo como el de la Unión Europea, la autoridad depende mucho de la credibilidad y el consenso. Si se pierde uno de ellos, o ambos, la insatisfacción de una mayoría de estados miembros que marchen bien junto con uno o dos que hayan fallado a la hora de poner su casa en orden podrá ser real, pero tendrá poca salida práctica.

## II. LA CRISIS: SUS ORIGENES Y NATURALEZA

En el apartado anterior se ha insistido en la idea de que el sistema de Maastricht sigue siendo ade-

cuado como marco para hacer política económica en Europa. Esto no quiere decir, sin embargo, que haya que calificar la crisis de 1992-1993 como de menor relevancia. Por el contrario, como muestran las páginas siguientes, hay un gran acuerdo en que lo ocurrido en los últimos dos años tendrá que tener un alcance importante en el desarrollo de las políticas por el resto de la década.

La crisis es un fenómeno complejo en el que los factores económicos y políticos están inextricablemente entrelazados. En lo que concierne a las dimensiones *económicas* de la crisis, cuatro aspectos dignos de atención en primer término:

- *Las consecuencias de la unificación alemana.* El impacto inicial de la unificación alemana fue altamente beneficioso. La Europa continental disfrutó de una prolongación del *boom* de los ochenta en un momento en el que el mundo anglosajón, incluyendo al Reino Unido, ya se había deslizado hacia la recesión. Sin embargo, de 1992 en adelante las consecuencias se han hecho mucho más problemáticas cuando los costes internos de la operación siguieron aumentando. No es este el lugar ni el momento para reflexionar sobre la sabiduría de la política alemana o incluso europea una vez que la unificación se hizo inevitable. Teóricamente, los germano-occidentales podrían haber calificado a sus parientes y amigos como ciudadanos de segunda clase adoptando un tipo de cambio entre los dos marcos que fuera más «realista» y así hiciera capaces a sus parientes pobres de mantener empleada a una parte mayor de su fuerza de trabajo. En la práctica, sin embargo, las autoridades alemanas reconocieron que esto era *políticamente* imposible y adoptaron la que indudablemente costosa alternativa del cambio uno por uno. Esto ha tenido consecuencias para Alemania. Ha tenido también consecuencias para los socios de Alemania; consecuencias que, vistas desde la actualidad, podrían haber sido advertidas más aprisa y sobre las que se podría haber actuado mediante una temprana revaluación del marco alemán. Las consecuencias de estos «errores» políticos han sido graves. Para la propia Alemania, el deterioro de las finanzas del sector público ha sido dramático y parece probable que prosiga. Para los vecinos de Alemania, la transformación de ese país que ha pasado de ser el ancla en que todos se sustentaban a convertirse en un nuevo problema fue igualmente perturbadora. El SME, después de todo, se había basado en el supuesto de que la economía alemana no sólo era la más fuerte de Europa, sino también la mejor dirigida. En cualquier perspectiva a largo plazo, el supuesto debe seguir siendo que la economía alemana volverá a ser el corazón de todo el sistema. Sin embargo, todavía no estamos cerca de esa feliz circunstancia.

• *El deterioro de las finanzas públicas.* Una vez más, hay muchos aspectos dentro de este problema. Indudablemente, la relajación fiscal frente a la recesión ha sido uno de ellos. Sin embargo, la característica más preocupante del proceso es la poderosa, por no decir dramática, demostración acerca de los límites que posee el estado europeo del bienestar a la hora de enfrentarse a sus responsabilidades: hacia los ancianos, enfermos, subsidios de desempleo y otras medidas antirrecesión. La crisis de la Hacienda pública a lo largo de la Unión Europea no causó la recesión, pero la ha intensificado y, como consecuencia, también se ha agravado. En otras palabras, estamos en un círculo vicioso en el que es difícil vislumbrar una salida rápida.

• *La exacerbación del problema del desempleo en Europa.* Una vez más, Europa se enfrenta a un problema subyacente que no ha sido «causado» por la recesión y que, consecuentemente, no puede ser «resuelto» por la recuperación. La incapacidad de Europa (comparada en todo caso con los Estados Unidos) para crear nuevos empleos, incluso en los buenos tiempos, solamente ha servido para hacer aún más desmoralizadora la pérdida de trabajos ocasionada por los malos tiempos. Como arguye el apartado final de este documento, no existen soluciones sencillas a los riesgos del elevado desempleo que puedan servir a los dirigentes políticos y sociales de la Unión. Sin embargo, quedan pocas dudas de que para la clase política en su conjunto ésta es actualmente la cuestión individual relacionada con la recesión que más importancia tiene.

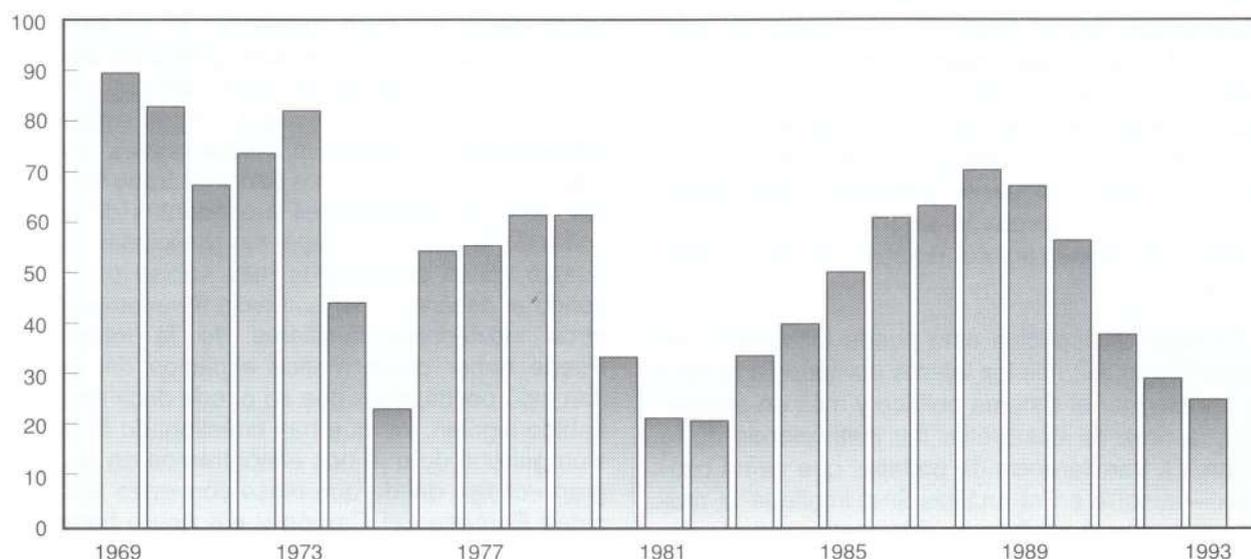
• *La mala dirección del Sistema Monetario Europeo.* Los propios gobernadores de los bancos centrales lo confesaron en su informe de primavera de 1993. Por razones que no eran enteramente innobles o estúpidas se permitió que se desarrollaran dentro del SME tipos de cambio insostenibles; así, se creó una situación en la que un repentino choque, como el referéndum danés seguido poco después por la campaña del referéndum francés, podía, y lo hizo, hacer estragos en el SME en su conjunto. Por supuesto, es más fácil ser sabio *a posteriori*. Los banqueros centrales que querían convencer a sus propios electores, por no hablar de los mercados, de que estaban comprometidos con unas políticas monetarias duras tenían poco incentivo para ceder a devaluaciones por racionales o incluso esenciales que hubieran llegado a ser. Sin embargo, al posponer el temido día de la devaluación, las autoridades perdieron efectivamente el control del sistema a manos de los operadores de mercado, que, en el ámbito del libre movimiento del capital, no tenían virtualmente nada que perder con la especulación.

Todos estos factores son indudablemente importantes para explicar tanto los orígenes de nuestra presente crisis como el daño que ha hecho éste al proceso de la Unión Europea. Sin embargo, ha habido una tendencia, y no sólo por parte de los periodistas, sino también de los líderes gubernamentales, a destacar las especiales características de la actual crisis, dejando de lado su «normalidad» e incluso su «predecibilidad». Tomemos, por ejemplo, la crisis del SME. Es cierto que la destrucción del sistema estuvo facilitada por errores políticos. No obstante, es importante recordar que era algo ya axiomático entre los economistas de dentro y fuera de los gobiernos que un sistema de tipos de cambio semifijos como el SME no podría sobrevivir indefinidamente a la liberalización de movimientos de capital. El argumento de que ambos eran incompatibles fue también un factor importante en la rapidez con que se produjo el consenso acerca de que la UME no sólo era deseable, sino también necesaria. Por tanto, al menos en una perspectiva, se podría concluir diciendo que la crisis actual ha sido saludable, ya que nos ha recordado la precariedad del régimen con el que esperábamos llegar en 1997 o incluso 1999.

Sin embargo, la petición de un juicio equilibrado será más pertinente si nos hacemos preguntas más básicas sobre la actual depresión económica. ¿En qué medida es cíclica? ¿Cuál es su gravedad en relación con anteriores recesiones? ¿Cuánto tiempo va a durar? Dadas las estimaciones contrapuestas sobre hacia dónde, en particular, se dirigirá la economía alemana el próximo año sería imprudente dar una nota optimista. Sin embargo, parece cada vez más claro que para la Europa continental, excluyendo el Reino Unido y Escandinavia, la actual recesión está en primer lugar mucho más relacionada con el ciclo comercial. En segundo lugar, también puede probar que no es ni tan profunda ni tan larga como, por ejemplo, la recesión de los setenta o de los primeros ochenta. Un reciente intento de mi colega Erik Jones por «medir» la «calidad» relativa de las sucesivas recesiones puede estar abierto a la discusión en algunas de sus conclusiones, pero el cuadro general, ilustrado en el gráfico 2, parece convincente en muchos aspectos.

Tampoco debería sorprendernos mucho, en primer lugar, que esto sea así, y en segundo, que las percepciones difieran. En lo que se refiere al primer punto, después de todo estamos empezando a recoger los beneficios anticíclicos del mercado único por incompleto que esté. En cuanto a su percepción, los párrafos anteriores deberían haber ayudado a aclarar este punto. El hecho de que Alemania, hasta ahora el ancla de la economía europea,

GRAFICO 2  
 INDICE DE RENDIMIENTO ECONOMICO RELATIVO EN LA CE-12  
 (No incluye los cinco nuevos «Länder» alemanes)



Basado en el rendimiento relativo en términos de crecimiento, producción, inflación, desempleo, crecimiento del empleo, balanza de pagos por cuenta corriente (CE-9) y déficit público.

sea actualmente parte de su problema y que además sus perspectivas económicas, por lo menos en el corto y medio plazo, parezcan tan inciertas es inquietante. Además, el inexorable crecimiento del desempleo que parece más o menos inmune a la recuperación «normal» es un factor corrosivo a largo plazo que no se volverá más agradable simplemente porque se haya convertido en un hecho cada vez más evidente en la vida de los últimos veinte años. Por tanto, es posible reconciliar la percepción con la realidad y hacerlo seriamente.

La evolución económica en los últimos dieciocho meses a dos años es, sin embargo, bastante ininteligible sin relacionarla con la *historia política* del mismo período. La brecha inicial en el SME fue, después de todo, una consecuencia directa del no danés y de la decisión del presidente francés de convocar, inmediatamente después, un referéndum sobre Maastricht. Sin embargo, los daneses no *causaron* la quiebra de los programas de Maastricht para la Unión Económica y Monetaria: dieron la ocasión para ello. Tanto en política como en economía hay que mirar debajo de la superficie.

Hay elementos en el actual malestar institucional, a nivel nacional y político, que son nuevos y hay que presumir que tendrán importancia a largo plazo. Dos de ellos parecen particularmente importantes:

- *El desencanto con la clase política en general.* En el conjunto de la Comunidad, durante los últimos dos o tres años los votantes parecen estar altamente insatisfechos, no simplemente con los gobernantes en el poder, sino con la elite política en su conjunto. Las votaciones de Dinamarca y Francia en torno a Maastricht han de ser vistas, desde uno de sus ángulos, como una manifestación de ese fenómeno. Los «marginales» votaron contra una clase política que en Dinamarca en particular estaba extraordinariamente unida en torno a la cuestión europea. En otros lugares, elecciones municipales y sondeos de opinión sugieren un creciente flirteo con agrupaciones políticas antes «marginales» o una completa disociación del proceso político. Hay precedentes de todo esto en la historia europea de la postguerra. No obstante, el alcance del actual malestar es bastante destacable y, por tanto, muy preocupante.
- *La crisis de legitimidad a nivel europeo.* El fenómeno es complejo y en absoluto se explica fácilmente. Sin embargo, es una realidad constante tal y como ha demostrado la discusión del Tratado de Maastricht en prácticamente todos los países. Las razones de la insatisfacción varían de estado a estado. Cuando se les preguntaba en los sondeos de opinión por qué temían al mercado único, los franceses y los españoles que expresaban una opinión ponían énfasis en el posible efecto sobre el em-

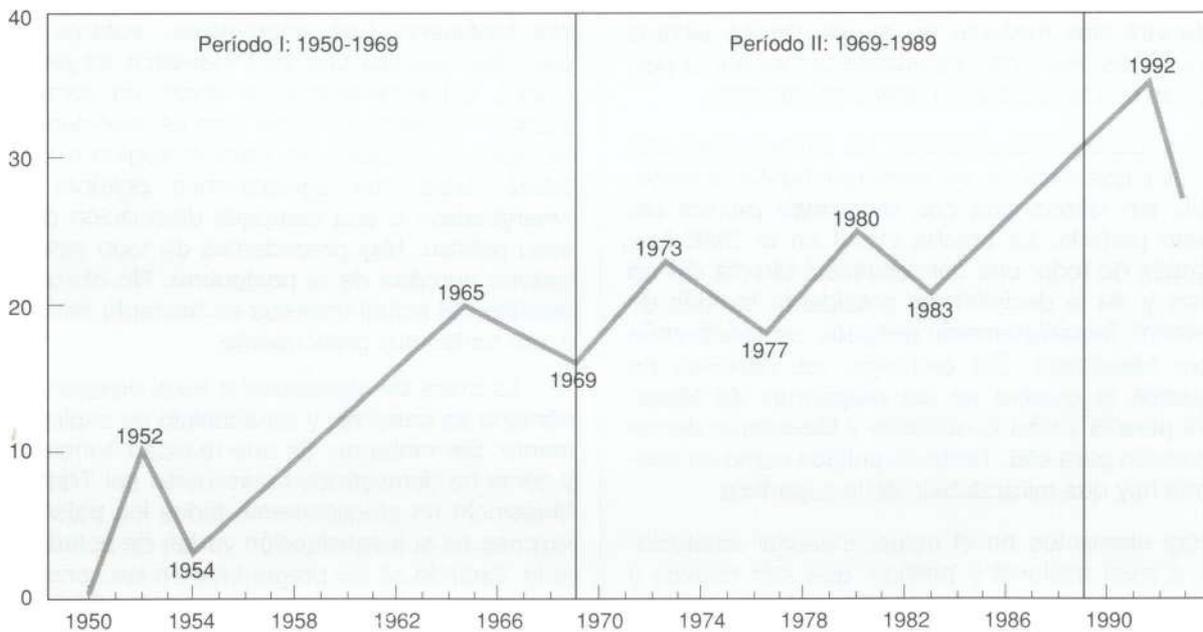
pleo, los italianos insistían en la falta de preparación de su país para tomar parte en el experimento y los daneses y británicos destacaban el debilitamiento potencial de la soberanía nacional. Es obvio que en Alemania el posible «atentado» al marco representado por la UME es una fuente de gran inquietud. Sean cuales sean los motivos, la Comunidad/Unión parece, sin embargo, haberse desplazado más allá de lo que dos americanos, Leon Lindberg y Stuart Scheingold, describieron sobre 1970 como «consenso permisivo». Los votantes del futuro no aceptarán sin más lo que la clase política proponga, en su nombre, hacer a nivel europeo.

En algunos aspectos esto puede tomarse como una crítica al éxito de los líderes europeos a la hora de transformar el sistema político y más en particular a la hora de desarrollar las instituciones de la Unión. La transferencia de poderes que ya ha ocurrido —aunque en el análisis final implique la reunión más que la pérdida de soberanía— ha ido demasiado lejos como para que el electorado pueda sentirse a gusto o como para que sus líderes nacionales sigan siendo creíbles. Sin embargo, no tiene que haber incertidumbre acerca del eficiente funcionamiento de un sistema tan acosado por problemas de legitimación como la Unión Europea lo está en la actualidad.

Lo mismo que sucede con la economía pasa con la política, aunque sería engañoso ignorar los elementos normales y predecibles de nuestro actual descontento. El gráfico 3 es un punto de referencia útil para este respecto. Intenta mostrar «el progreso hacia la Unión Europea». El material que se ha utilizado para hacer este gráfico es complejo y no se puede enumerar aquí con gran detalle. Baste decir que tiene en cuenta logros legislativos, innovaciones y desarrollo institucionales, creatividad, moral política, que se han registrado tanto con una serie de comentarios procedentes de la elite como de la opinión pública, sin mencionar, por supuesto, datos económicos más «objetivos», incluyendo el desarrollo del comercio intracomunitario y otros indicadores familiares de la integración. Puede haber quien matice aspectos del gráfico: han sido pocos, si es que se puede decir que haya habido alguien, los que han cuestionado la conclusión general de que nos encontramos en la quinta gran «crisis» desde que diese comienzo la Comunidad Europea del Carbón y del Acero hace cuarenta años. Esta crisis tiene, además, varias características importantes que se encuentran en todas las demás salvo la primera, que fue precipitada por un prematuro intento de crear una Comunidad Europea de Defensa.

En primer lugar, ha habido obviamente una estrecha relación entre la pérdida del impulso político

GRAFICO 3  
EL PROGRESO HACIA EUROPA



y la depresión económica. La relación no siempre puede vislumbrarse, pero la buena marcha de la economía y la salud política están claramente relacionadas. El gráfico sugiere, sin embargo, que hay también un ciclo específicamente político. Entre 1966 y 1969, 1974 y 1976 y 1980 y 1983, Francia y Alemania estuvieron sometidas a cambios de régimen. En un sistema comunitario que, en el análisis final, está dirigido por el Consejo, el cambio de régimen o la incertidumbre política en los principales Estados tiene por fuerza que tener un serio impacto en el funcionamiento de las instituciones comunitarias.

En la actual crisis, la incertidumbre política está incluso más extendida de lo que estuviera hace diez años. Francia se encuentra en un período entre elecciones y presumiblemente no alcanzará un nuevo equilibrio político hasta que un nuevo presidente sea elegido en la primavera de 1995. Alemania puede terminar el próximo año con el mismo canciller que tiene ahora. Sin embargo, antes de esa fecha tanto ellos como nosotros tendremos que soportar una extraordinaria serie de elecciones a todos los niveles de gobierno, incluyendo por supuesto el Parlamento Europeo, que distraerá al canciller y a sus oponentes y perpetuará la incertidumbre. En otros lugares, el panorama difícilmente es más tranquilizador. En Italia, amplios sectores de la población asumen que las elecciones que tendrán que celebrarse antes del verano no serán más que una operación de mantenimiento dentro de un período de revolución que quizá no se resuelva antes de la segunda mitad de esta década. Los Países Bajos también hacen frente a elecciones que bien podrían cambiar el paisaje político. Y así podríamos seguir. Después de más de diez años de extraordinaria estabilidad, demostrada, por ejemplo, en la continuidad de los miembros del Consejo Europeo, la guardia tiene que cambiar y está cambiando. La presente depresión era, por tanto, en muchos aspectos enteramente predecible, y se predijo (véase *El Tratado de Maastricht y el futuro de Europa*, por Peter Ludlow: Documento de Trabajo del CEPS núm. 68, mayo de 1992). Por la misma razón, un nuevo liderazgo político —o, en ciertos casos, un liderazgo político reelecto— debería estar en condiciones, desde la primavera de 1995, de presidir tanto la recuperación económica como la reconstrucción política.

### III. POLITICA ECONOMICA MAS ALLA DE MAASTRICHT

La argumentación de este documento puede haber parecido a algunos lectores hasta aquí sorprendentemente conservadora (pero ¡definitivamente

no conservadora!) en su carácter. Sin embargo, no habrá resultado complaciente. El sistema de Maastricht, tal como está formulado en el tratado, requiere en todo caso un considerable desarrollo. La crisis de 1992-1993 ha hecho que este desarrollo sea aún más urgente y ha necesitado que se realizaran importantes modificaciones en el plan general. Hay, por tanto, mucho por hacer en el resto de la década. Aun así, sería muy sorprendente que todo lo que ha de llevarse a cabo significara una reestructuración total del sistema que hemos heredado.

Mirando hacia el futuro, las conclusiones obtenidas a partir de la tabla 5 pueden servir como una guía útil. Pase lo que pase con la economía, la Unión Europea está casi obligada a aparecer políticamente «a la deriva» hasta que los miembros clave del Consejo Europeo posterior a 1995 hayan sido identificados por los electorados de Alemania, Francia y otros lugares. Esto no significa que no vaya a ocurrir nada desde ahora hasta mediados de 1995. Por el contrario, como ha indicado ya la discusión reseñada en el apartado uno de este ensayo, la maquinaria trabaja incluso durante períodos de «crisis» aparente. Presumiblemente, continuará haciéndolo en 1994 y al principio de 1995. La agenda política, sin embargo, debería amoldarse a la idea de que en esta primera fase la Unión será gobernada no por un piloto automático, sino por numerosos funcionarios y expertos que harán su trabajo en las instituciones de la Unión Europea. Esto no es malo. Hay muchas tareas de inmediata importancia práctica que hay que llevar a cabo. También queda, lo que es más importante aún, un trabajo preparatorio muy considerable y la necesidad de completarlo antes de que en 1995 aproximadamente entremos otra vez en una fase más dirigida políticamente.

Cinco tareas que hay que acometer desde los próximos dieciocho meses hasta dos años son particularmente relevantes para el objeto de este documento:

- La puesta en marcha de la fase dos del plan de la UME.
- La organización de un debate sobre desempleo a nivel de la Unión.
- La culminación de las negociaciones de ampliación de la EFTA, así como la implementación de las promesas de largo alcance, realizadas a los estados asociados de la Europa central y oriental en Copenhague en junio de 1993.
- La reforma de la Comisión.
- La preparación de una estrategia coherente para la conferencia intergubernamental de 1996.

## 1. La segunda fase de la UME

No es un secreto que los alemanes eran poco entusiastas con la idea de una segunda fase en la transición hacia la UME. Como el anterior presidente del Bundesbank, Karl Otto Pöhl, había apuntado en varias ocasiones, o tenemos una UME o no, y están cualificados los estados miembros o no lo están. Pöhl sostenía que cuatro o cinco países podían constituir una Unión de manera virtualmente inmediata; otros, en consecuencia, la encontrarían extremadamente difícil a largo plazo, si no siempre. La segunda fase se sugirió en las negociaciones de 1991 y era básicamente un regalo para los países más débiles, y de poca importancia para los más fuertes.

Desde entonces, las perspectivas han cambiado. El nuevo desarrollo más evidente que ha traído esta consideración de la segunda fase es, por supuesto, el virtual colapso del Sistema Monetario Europeo. Al nivel más básico de contacto humano, el ensanchamiento de las bandas, ocurrido en agosto de 1993, ha roto de un golpe el amplio sistema de contacto y consulta necesario para dirigir el ERM. El club de los gobernadores aún se reúne en Basilea, pero los bancos que estos presiden tienen, significativamente, menos que ver con lo que antes hacían. De forma más general e importante aún, ahora resulta muy difícil creer que el ERM pueda alguna vez ser restaurado como un régimen de banda estrecha en los términos definidos por el Tratado de Maastricht. Por consiguiente, ha desaparecido uno de los puntos de referencia esenciales para toda la segunda fase y la creación de un marco alternativo (por no hablar de una vía alterna de entrada a la UME) será un asunto que concernirá a fuertes y a débiles en la nueva fase.

Sin embargo, hay problemas aún más profundos que han sido destapados por la crisis. El plan de la UME fue concebido sobre el telón de fondo de un largo y aparentemente continuo período de crecimiento. Los criterios de convergencia estaban sin lugar a dudas destinados a convertirse en serios obstáculos para los países débiles. Muchos de los fuertes, sin embargo, ya los satisfacían, y pocos dudaron de que aquellos que no lo hacían en ese momento, como los neerlandeses y alemanes, lo hicieran para mediados de los noventa. La evolución de los últimos dos años ha puesto en tela de juicio esta complacencia, particularmente con respecto a la financiación del sector público y el asunto de los «déficit excesivos».

La dirección de la crisis ha destacado, pues, continuamente las diferencias estructurales entre las principales economías que no han sido eliminadas por la convergencia en los resultados, según la

opinión que referimos en el apartado uno. Las diferentes actitudes hacia los tipos de interés son la ilustración más importante de este hecho. Es digno de mención el hecho de que las autoridades francesas hayan seguido poniendo énfasis en la mayor importancia de los tipos de interés a largo plazo que a corto, a pesar de la quiebra del SME en agosto. A este respecto, París y Francfort han mostrado la misma opinión. Sin embargo, las empresas francesas no se han ajustado aún a esta nueva perspectiva. De acuerdo con los datos del *Amex Bank Review* de octubre de 1993, entre el 70 y el 80 por 100 de las compañías alemanas se financian con tipos de interés a largo plazo. En Francia, por el contrario, alrededor del 70 por 100 se financian a corto plazo. Por fuerte que sea el consenso entre los bancos centrales de Francfort y París, por tanto, diferencias de esta magnitud serán seguramente una fuente de grandes dificultades entre los dos socios mientras la recesión continúe, y tendrán que ser resueltas cuando termine si el objetivo es que la UME llegue a lograrse y a mantenerse. Cuanto más nos aproximemos al objetivo final, se aumentará la multiplicidad de la noción de convergencia y aumentará la exigencia sobre el comportamiento de los agentes públicos y privados. Después de todo, incluso los fuertes necesitarán la segunda fase.

¿Dónde radicará la principal tarea de la segunda fase? El propio tratado atribuye la responsabilidad a tres instituciones que se encuentran bajo el liderazgo político general del Consejo Europeo y el ECOFIN: el Comité Monetario, la Comisión y el Instituto Monetario Europeo.

Las responsabilidades del *Comité Monetario* están establecidas en el artículo 109c. Comprenden el control de la convergencia y la preparación de acuerdos institucionales para la plena UME. El Comité Monetario es, desde luego, un actor bien establecido que lleva existiendo casi treinta años. En ciertas fases, sobre todo en los años setenta, ha representado un papel crucial y creativo dentro del proceso de integración. Por ejemplo, no se podría escribir la historia de la creación del Sistema Monetario Europeo sin hacer referencia a su aportación. Es, por tanto, potencialmente un actor clave. Ha estado sometido además a cierta reorganización como consecuencia de la conferencia intergubernamental y el proceso debería, en principio, seguir adelante en los próximos meses y años. Su Secretaría ha sido arrebatada a la Comisión y debería, por lo menos en principio, estar integrada en los próximos meses con las dos instituciones que ocupan el centro de toda la estructura comunitaria: la Secretaría del Consejo y el COREPER.

Es difícil, sin embargo, no ser un tanto escéptico

acerca de su papel, por lo menos en el futuro inmediato. En ausencia de fuertes personalidades, es probable que refleje los puntos de vista de los jefes políticos domésticos, la mayoría de los cuales están actualmente confusos y deprimidos. Además, su presidencia está actualmente en manos de un funcionario del Tesoro británico, cuya competencia es incuestionable, pero cuyo compromiso con la UME o su fe en su viabilidad tiene que ser, inevitablemente, puesta en duda, puesto que también trabaja para un primer ministro que ha expresado su escepticismo en términos marcadamente desinhibidos. Un liderazgo fuerte del Consejo Europeo y/o el ECOFIN que hubiera sobrevivido al maratón electoral de 1994-1995 *podría* hacer del Comité Monetario una fuerza creativa. Hasta entonces, sin embargo, parece ser un colaborador bastante rutinario y falto de imaginación.

El papel de *la Comisión* en la segunda fase es también, en principio, de capital importancia. Dentro de los procedimientos de control multilateral definidos en el artículo 103, los informes y recomendaciones de la Comisión son esenciales. Así, la Comisión también controla la evolución de la situación presupuestaria y del *stock* de deuda pública que deberá continuar si hay que hacer honor al requerimiento que se hace a los estados miembros en el artículo 104c para que eviten los excesivos déficit públicos. «Si la Comisión considera que un estado miembro incurre o puede incurrir en un déficit excesivo, la Comisión remitirá una opinión al Consejo». Y así podríamos continuar. Una vez más, sin embargo, existen buenas razones para ser bastante menos que optimista en cuanto a la capacidad de la Comisión para llevar a cabo las tareas asignadas de otra forma que no sea la pura rutina.

Las razones son generales y específicas. En términos generales, la Comisión está actualmente envuelta en una nube de tristeza post-Maastricht que afecta casi a toda la institución. Además, aunque esta nube se levantara, la Comisión seguiría teniendo la enorme tarea de influir a un Consejo de Ministros cuyos variados miembros tienen sus propios problemas. Hay, sin embargo, razones más específicas para la ansiedad. La dirección general responsable, DG II, presenta problema de credibilidad que, históricamente, ha sobrevivido pocas veces. Dentro de la Comisión no hay nada que se parezca a la autoridad de un ministro de Hacienda o de Economía dentro de un gobierno nacional. Fuera, sus informes raramente han tenido impacto en el comportamiento de los ministros o funcionarios nacionales, e incluso debe suponerse que si lo ha hecho ha sido mayormente debido a la tendencia de estos últimos a insistir en las «mejoras» al

texto y el aparente voluntarismo de la Comisión, y por no complacer las sensibilidades de los políticos nacionales. El caso griego no es sino el ejemplo más extremo de una tendencia general. Como discutiremos más adelante, la reforma de la Comisión es en general una prioridad importante, pero la modernización de la DG II es particularmente urgente desde la perspectiva de la UME. Hasta que esto ocurra, la aportación de la Comisión a la segunda fase parece estar condenada a ser inferior a lo óptimo.

Lo que nos deja el *IME*. Hace dos años, el papel del Instituto Monetario Europeo seguramente no hubiera sido considerado de importancia central. A la luz, sin embargo, de las recientes evoluciones y de la relativa debilidad de las otras dos instituciones, podría convertirse en el actor institucional central de la segunda fase si es establecido rápidamente y resulta bien dirigido. Afortunadamente, los augurios son buenos. La decisión de ubicarlo en Francfort no sólo ha sido sabia, sino esencial. La elección del presidente también fue vital, y la nominación de Alexander Lamfalussy parece en todo caso una elección más o menos inspirada en un período en el que la inspiración ha estado en general ausente. Sería difícil pensar en otra persona que tenga la combinación de talento administrativo, familiaridad con los bancos centrales y, sobre todo, independencia intelectual y originalidad que Lamfalussy ha desplegado en el BIS y en otros lugares.

¿Qué podría y debería hacer el *IME*? En términos formales, su función está descrita en un protocolo anexo al Tratado de Maastricht. Es, en cierto sentido, una continuación del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, cuyos bancos forman el *IME*. Asume, por tanto, las funciones de un cuerpo que ha sido importante en sí mismo. Pero se trata, sin embargo, de un animal perteneciente a una especie distinta. En primer lugar, posee un presidente y su equipo. En segundo lugar, tiene su independencia garantizada (artículo 8). En tercer lugar, tiene funciones específicas en relación con la segunda fase. Estas están señaladas en los artículos 2 y 5 de su estatuto, que incluyen sobre todo:

- El reforzamiento de la coordinación de las políticas monetarias con vistas a asegurar la estabilidad de precios.
- Hacer los preparativos requeridos para el establecimiento del sistema europeo de bancos centrales y para la conducción de una política monetaria única, así como la creación de una moneda única en la tercera fase.

Con la muerte efectiva del SME, el pilar de la política monetaria que aquellos que diseñaron el Tratado de Maastricht tomaron por garantizado

desaparece. Es bastante improbable que sea restaurado. Todos los estados miembros, tanto los fuertes como los débiles, continúan, por lo tanto, en proceso de redefinición de las bases de sus políticas monetarias. Por una serie de razones económicas generales, bastante alejadas de los requerimientos específicos de un fácil avance hacia la UME, parecería altamente deseable que sus esfuerzos fueran coordinados y que se eludieran las, como mínimo obvias, incompatibilidades. El mandato del IME para coordinar las políticas monetarias ha asumido, por tanto, una importancia completamente nueva. El propio Bundesbank ha reconocido este hecho en relación a la planificación a medio plazo para la UME. En una serie de recientes declaraciones, entre las cuales figura el documento que el profesor Issing presentó en una conferencia en octubre, y que fue la más extensa, antiguos funcionarios del Bundesbank han enfatizado la importancia vital del consenso en las prioridades y formas de producir una política monetaria común dentro de la UME y, por tanto, de la relevancia del IME como catalizador de acuerdos. Una prueba incluso más importante de la efectividad del IME será, sin embargo, su capacidad de representar un papel constructivo, si no determinante, en la discusión y dirección de las políticas monetarias a lo largo de la Unión a corto y medio plazo. No puede ser un banco central, como el Bundesbank ha enfatizado siempre. Pero puede y debe, sin embargo, representar un papel dirigente a la hora de crear condiciones alternativas al pilar del marco y al ERM.

El IME tiene, pues, una serie de funciones asesoras en su estatuto. El artículo 5 comienza de la siguiente forma:

«De acuerdo al artículo 109f (4) de este tratado, el consejo del IME podrá formular opiniones o recomendaciones sobre la orientación global de la política monetaria y de tipos de cambio, así como sobre medidas que estén relacionadas y hayan sido introducidas en cada estado miembro. El IME podrá someter opiniones o recomendaciones a los gobiernos y al Consejo sobre políticas que puedan afectar a la situación monetaria interna o externa en la Comunidad».

El artículo 11 obliga al IME a preparar un informe anual sobre la evolución monetaria y financiera y a someterlo al Parlamento Europeo, la Comisión, el Consejo y el Consejo Europeo.

A la hora de cumplir estas obligaciones, el IME tendrá la inestimable ventaja de ser un recién llegado con una reputación por hacer más que por salvar. Los antecedentes de Lamfalussy como autor principal y coordinador de una serie de destacados informes del BIS es particularmente importante

a este respecto. El IME podría convertirse en el actor individual más influyente dentro de la política de convergencia. Por supuesto, tendrá que trabajar a través de y con las instituciones establecidas. Sin embargo, unos informes independientes, razonables y contundentes sobre las políticas económicas y monetarias de los distintos estados miembros realizados por una fuente no comprometida, ubicada en Francfort y encargada de prepararse para un momento específico de decisión política en 1997 o 1999, podrían tener un efecto catalizador mucho mayor que el que produjese la Comisión, y no digamos el Comité Monetario.

Resumiendo. El IME no debería ser visto como *la panacea* que pueda subsanar las deficiencias de los gobiernos y clases políticas de Europa. Las decisiones más importantes que determinen la duración y el final de la segunda fase serán tomadas por los políticos nacionales operando, como es de esperar, en un clima político y económico más esperanzador de 1995 en adelante. El IME puede, sin embargo, asumir un papel de liderazgo sobre el telón de fondo del consenso de una especie de dirección económica que fue esbozada en la primera parte de este documento. En otras palabras, no se trata de pedir a los políticos que prediquen «otro camino» como de contar al electorado ante el cual es eventualmente responsable: dónde se están quedando cortos en las obligaciones que han aceptado, por qué está ocurriendo eso y qué hay que hacer para subsanar esa situación. Una institución supranacional como el IME no puede operar en un vacío político. No hay, sin embargo, nada que sugiera que, aun en términos conceptuales, la clase política europea esté a punto de abandonar su consenso subyacente.

## 2. Desempleo

Como han indicado todas las recientes reuniones del Consejo Europeo, el desempleo está ahora a la cabeza de la agenda política. Sobre este telón de fondo no es sorprendente que el presidente de la Comisión haya interpretado su mandato de preparar un Libro Blanco como en ciertos aspectos comparable al mandato otorgado a Lord Cockfield a principios de 1985. Su publicación dentro de unas semanas será forzosamente, en consecuencia, un «gran acontecimiento».

Sobre este telón de fondo puede parecer perverso sugerir que el mayor peligro al que se enfrentan las instituciones comunitarias, y más en particular la Comisión, en este contexto es malinterpretar qué pueden hacer y qué no. Como el desempleo nos afecta a todos, y como indudablemente vivi-

mos en una economía europea crecientemente integrada, el desempleo es un problema común. Resulta, por tanto, enteramente apropiado que la Unión discuta este problema y que haya, lo antes posible, una respuesta coordinada. Sin embargo, aun sin el Libro Blanco, resulta lamentablemente obvio, en primer lugar, que no hay «soluciones comunes» claras, y, en segundo, que todas o la mayor parte de las medidas relevantes dedicadas al problema han de ser acometidas por autoridades públicas por debajo del nivel comunitario, por no hablar de los agentes económicos privados. Como ha hecho notar la propia Comisión en un documento sometido al Consejo Europeo en junio de 1993:

«El problema del empleo no puede ser resuelto sólo con el crecimiento económico... Un aumento económico del 3,5 por 100 con un crecimiento de la productividad del 2 por 100 en la segunda mitad de los ochenta, mantenido a lo largo del resto de esta década, dejaría aún a la Comunidad cerca de un objetivo del 5 por 100 de desempleo».

El principal desafío de la Comisión —y del Consejo— en 1994 será, por tanto, alentar un debate a lo largo de la Comunidad; pero al mismo tiempo eliminar la impresión de que, sobre la base del sentido común, los principios de subsidiaridad, responsabilidad y capacidad están principalmente en otra parte. En una época de depresión política y económica, es natural que los líderes políticos busquen un nuevo «mito» en torno al cual las fuerzas políticas puedan coaligarse y a través del cual la Comunidad se pueda relanzar. El mercado único sirvió admirablemente para esta función en los años ochenta. Una estrategia de empleo para toda la Unión no puede, sin embargo, cumplir la misma función en los noventa. Como sugerirá el siguiente párrafo, sería más sensato buscar otro lugar para nuestros mitos y más beneficioso, a largo plazo, para el propio empleo.

### 3. Ampliación

Hasta ahora, la ampliación de la Comunidad para incorporar a los estados de la EFTA que desean la adhesión y, eventualmente, a los estados asociados de la Europa central y oriental, ha sido contemplada en muchos círculos como un mal necesario al que había que hacer frente, pero que causaría un daño considerable a unas instituciones supuestamente frágiles. A pesar de esto, y casi sin que los comentaristas se dieran cuenta, la Comunidad ha recorrido de hecho un camino muy largo hacia adelante haciendo frente a sus obligaciones.

En lo que concierne a los países de la EFTA, la posición ya está clara. Si sus electorados lo aprue-

ban, los cuatro países tendrán pocas dificultades para adherirse a la Comunidad en 1995 o 1996. Sin embargo, el desarrollo de las relaciones entre la CE y los estados asociados es incluso más destacable en muchos aspectos. Si hasta 1989 la CE, como comunidad, apenas tenía relaciones con ninguno de los países en cuestión, luego ha pasado a ampliar sus contactos a todos los niveles: desde los acuerdos de cooperación y comercio, que en muchos aspectos han sido totalmente innovadores para su época, pasando por acuerdos de asociación hasta llegar al consejo de Copenhague, que aceptan el principio de la futura adhesión y prometen el inmediato desarrollo de una «relación estructurada... dentro del marco de un diálogo multilateral reforzado y ampliado y de la concertación en asuntos de común interés». Si se hace honor a esta última promesa, los estados asociados se convertirán en los próximos años en participantes en el proceso político comunitario, tanto como los países de la EFTA lo han sido a lo largo de los últimos diez años, desde la Declaración de Luxemburgo de 9 de abril de 1984.

Una evolución de esta clase tiene que provocar forzosamente un gran impacto sobre el marco de la política económica en el resto de la década. Si se maneja mal, podría causar problemas, ya que cuanto más se acercaran los estados asociados a la Comunidad, más evidentes serían las discrepancias entre la forma en que estos tratados y el tratamiento que reciban de los estados miembros más pobres. Es difícil de creer, por ejemplo, que los actuales planes financieros, que prevén la transferencia de casi 30.000 millones de ecus al año hacia los países más pobres de la Unión en la segunda mitad de esta década, y aproximadamente el 10 por 100 de esta suma para los estados asociados de la Europa central y oriental, se pueden mantener dentro de lo posible.

Sin embargo, el problema podría convertirse en una oportunidad. En términos económicos, existe la evidencia cada vez más apremiante de que una combinación de políticas ilustradas de acceso al mercado con unas transferencias financieras más sustanciales a los estados asociados tendría un impacto rápido y muy considerable sobre la Unión, acosada como está por la recesión y un desempleo elevado. Ya de por sí este factor debería ser un incentivo para intentar ser más audaces. Sin embargo, hay otra consideración enteramente distinta, pero no por ello menos importante, que habría que tenerse en cuenta. Ya se ha hecho referencia antes a la crisis de legitimidad y a la necesidad de «mitos» que sirve de punto de reunión a fuerzas políticas que difieren en otros aspectos. Sobre el telón de fondo de la imparable crisis en Yugoslavia

y de la ansiada seguridad europea en general (por no hablar de la preocupación por la situación económica), la decisión del Consejo Europeo —reconstruido con nuevos líderes capaces de tomar decisiones estratégicas— de ampliar la Unión podría tener más impacto sobre la opinión pública que los programas de 1992, que se presentaron a mediados de los ochenta. Además, esta decisión debe ser tomada en 1996 para incluir a los estados asociados. Finalmente, hay pocos eslóganes políticos mejores que la paz y la prosperidad.

Las grandes decisiones que implica una «nueva aproximación» a la Europa central sólo podrán probablemente ser implementadas después de 1995, cuando el ciclo político se haya autocorregido. Mucho antes, sin embargo, se puede hacer el trabajo preparatorio, aunque respecto al mercado único, el último gran «mito», sea durante un período el pesimismo y la recesión.

#### 4. Reforma de la Comisión

La reforma de la Comisión lleva mucho tiempo pendiente. Muchos de los deseos fueron enumerados hace casi quince años en el informe Spierenberg. Otros elementos han sido destacados en sucesivos informes del Tribunal de Cuentas, que ha llamado la atención con razón sobre serios problemas en la estructura de dirección de la Comisión. Finalmente, aunque no por ello en último lugar, el aumento del papel de la Comisión en el Tratado de Maastricht sólo ha servido para subrayar la inadecuación de su actual organización, que data en muchos aspectos de un período en el que la Comunidad se ocupaba casi exclusivamente del comercio y la agricultura.

Sería alentador creer que la Comisión puede hacer el trabajo por sí misma. Sin embargo, el asunto ha estado tanto tiempo sobre la mesa que uno tiene que ser escéptico. Por esta razón, parecería que el procedimiento más sensato sería que en una de las próximas reuniones del Consejo Europeo se nombrase un nuevo presidente y se tomase la decisión de establecer un cuerpo de revisión independiente del que el nuevo presidente formaría parte. Su mandato debería ser amplio, incluyendo como mínimo el tamaño y estructura interna de la propia Comisión, la relación entre comisarios, gabinete y servicios, coordinación, competencias de la Comisión en las «nuevas áreas» políticas, incluyendo por supuesto la UME, la política de personal y selección del mismo y, por supuesto también, la responsabilidad ante el Parlamento Europeo y, más en general, ante el electorado europeo.

En el contexto del presente documento ya se ha dicho lo suficiente en un apartado previo para indicar que la reforma de la Comisión es una condición previa para la efectiva operatividad de la UME y, por tanto, de la segunda fase antes de que lleguemos a ella.

#### 5. Conferencia intergubernamental de 1996

El apartado anterior ha aludido ya a la conferencia intergubernamental de 1996. Una vez más, una promesa realizada en el Tratado de Maastricht ha adquirido, como consecuencia de la crisis de 1992-1993, un significado completamente nuevo. Ahora la conferencia tendrá que abordar algunas de las profundas fuentes de malestar que han salido a la luz a lo largo de los dos últimos años. Tendrá que ser, pues, por consenso común, la última conferencia intergubernamental en bastante tiempo. Europa simplemente no puede permitirse otra vez este costoso proceso político dentro de la misma generación. Por tanto, prepararse para ella es una cuestión de gran urgencia.

En términos de política económica, las cuestiones que habrá que tratar incluyen asuntos grandes y pequeños. Lo que sigue es una lista ilustrativa más que exhaustiva:

- ¿Debe mantenerse el criterio de Maastricht relativo a la banda estrecha del ERM? Parece altamente dudoso, ahora que se ha abierto la caja de Pandora, que se pueda volver a cerrar la tapa en la misma forma y con los mismos contenidos que antes. Si esto es así, ¿cómo habría que reformular este particular criterio?

- ¿Debe tenerse en cuenta el impacto «cíclico» de la recesión en los déficit públicos o, en el caso de la República Federal de Alemania, el peso excepcional de la unificación alemana? Si es así, ¿cómo deberían estimarse estos factores especiales?

- ¿Se pueden hacer excepciones? El Tratado de Maastricht deja cierto espacio a la discrecionalidad política. Sin embargo, a la luz de las reservas realizadas por el Bundestag al ratificar el tratado y, más aún, de la sentencia del Tribunal de Karlsruhe, el margen de maniobra parece haberse reducido significativamente. En ciertos casos, sin embargo, una adherencia estricta a la letra de la ley podría llevar a posturas poco confortables si no insostenibles. El caso más obvio es Bélgica. Si la ley se interpreta de manera estricta, Bélgica tendrá pocas posibilidades de entrar a la UME durante mucho tiempo. Es difícil, sin embargo, dejar a Bélgica fuera de una Unión que incluya a Alemania, Francia, Luxem-

burgo y los Países Bajos o, si esto ocurre, que Bélgica pudiera sobrevivir como tal por mucho tiempo.

- Suponiendo que sólo unos cuantos estados miembros constituyan una unión monetaria en 1999 (o 1997), ¿son adecuados los arreglos previstos en el Tratado de Maastricht para los no participantes?

- ¿Cómo hay que tratar a los estados asociados de la Europa central y oriental? No serán miembros en 1996, pero su adhesión eventual tendrá que ser prevista a la luz de las conclusiones de Copenhague. El resultado de estas discusiones tendrá además un gran peso sobre toda la estructura del presupuesto.

- ¿Qué hay que hacer con los países que se queden fuera? El Tratado de Maastricht —y el tratamiento especial dado a Dinamarca en Edimburgo— admite que ciertos países pueden quedarse fuera. Ni el tratado ni las conclusiones de Edimburgo discuten qué consecuencias prácticas puede tener esa opción.

Como indica este último juego de preguntas, asuntos que en apariencia tienen un carácter exclusivamente económico demuestran tener un alto contenido político cuando se les examina más de cerca. La UME no debería ser vista como un medio para un fin (político), sino como parte de ese fin. El Bundesbank está enteramente justificado para recalcar una y otra vez, como ha hecho los últimos meses, el crucial significado de la infraestructura política de la Unión. En un sentido muy real, por tanto, *cualquier* aspecto de la CIG de 1996 es relevante para la cuestión de hacer política económica en los últimos años del presente siglo.

## CONCLUSION: UME DESPUES DE TODO

Por razones que ya han sido enumeradas varias veces, todo lo hecho antes de 1995 tendrá casi con seguridad un carácter provisional, o quizá sea mejor decir preparatorio. Simplemente, no tendremos los líderes que puedan pronunciarse hasta que los electorados hayan tomado sus decisiones en 1994 y 1995. Incluso entonces sería una locura imaginar que la Unión Europea avanzará sin esfuerzo con la marcha directa. La medida en que lo haga dependerá en parte de la calidad del trabajo preparatorio que se haya hecho entre 1993 y 1995, pero aún más de las personalidades de aquellos que ganen las elecciones de los próximos dos años y del desarrollo europeo y global. Podrían estar gestándose algunos golpes desagradables. Dentro de un contexto estrictamente europeo, por ejemplo, es bastante posible que dos o tres de los actuales paí-

ses candidatos de la EFTA vean rechazados sus tratados de adhesión por sus electorados. Si esto ocurriera, sería un golpe negativo no sólo para los países afectados sino para la Unión en su conjunto, de consecuencias imprevisibles, pero casi con certeza negativas en Dinamarca, el Reino Unido y posiblemente Alemania.

Hay, por tanto, muchas incertidumbres sobre el futuro. Por esta razón, cualquier intento de adivinar cómo alcanzaremos la UME en algún momento posterior a 1995 ha de ser muy aproximativo. Sin embargo, tomando como punto de partida el cuadro general reflejado en este ensayo, que muestra un sistema político y económico dañado, pero en modo alguno destruido, que es más dinámico que estático, que responde a necesidades bastante obvias impuestas por la interdependencia dentro de Europa y finalmente, aunque no por ello con menos importancia, que ha sido tratado dentro de un orden global en continua evolución, sin mencionar las conclusiones del consejo, que no han sido frecuentemente implementadas, parece probable que la próxima conferencia intergubernamental se encargará de:

- Negociar un nuevo tratado que consolide y clarifique la estructura de la Unión.

- Incorporar a ese tratado provisiones que calmen las inquietudes expresadas por el Bundesbank, el Tribunal de Karlsruhe y muchos otros sobre la disciplina y la responsabilidad.

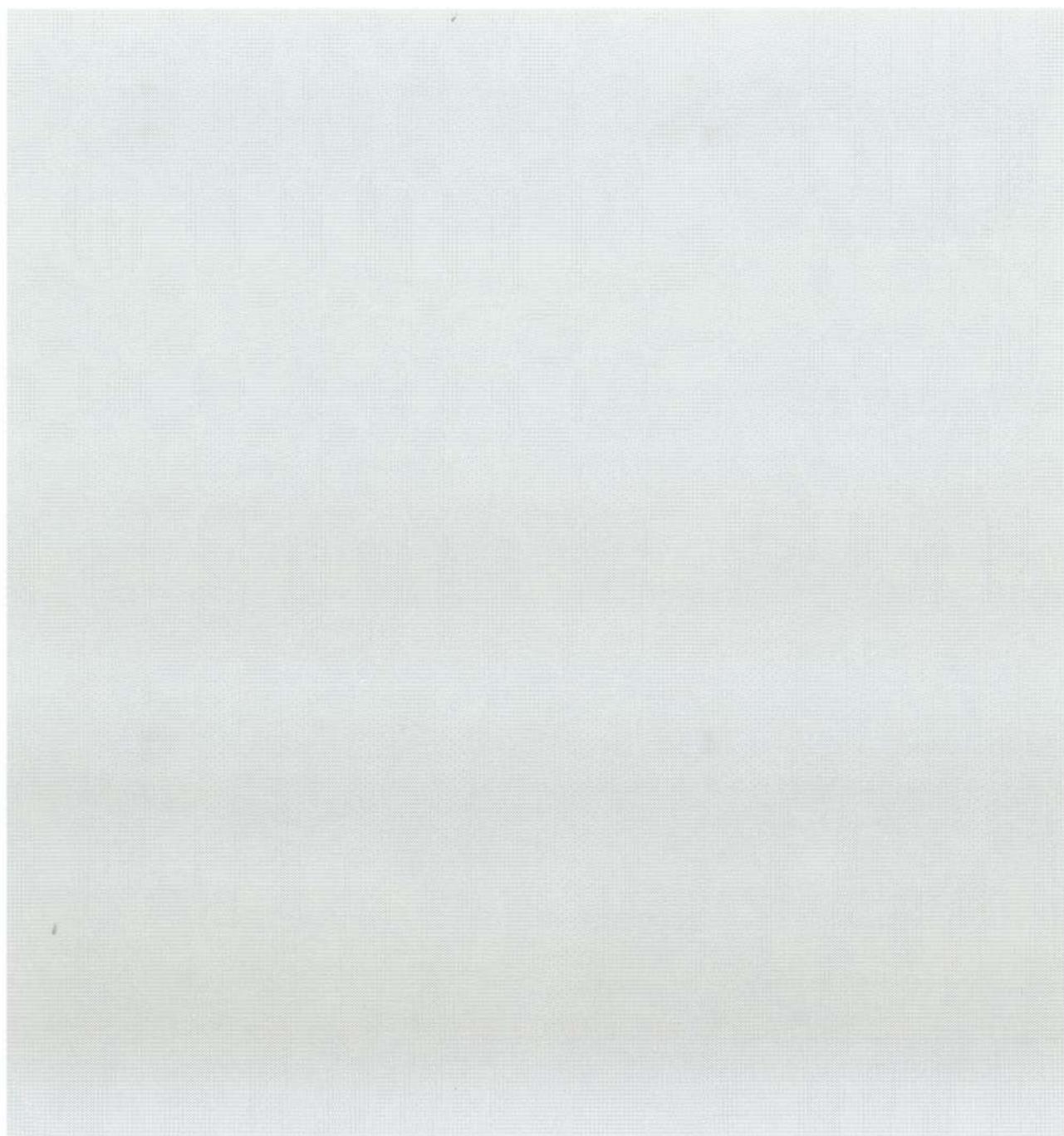
- Crear una unión monetaria de núcleo duro, que se haga realidad antes del final de este siglo y que se base, con unas pocas excepciones obvias, en criterios similares a los del Tratado de Maastricht.

En cuanto a la identidad de esos países, parece probable que el grupo inicial consista en Alemania, Francia, Países Bajos, Luxemburgo, Austria y —por razones ya citadas anteriormente— Bélgica, que difícilmente podría ser dejada fuera. Es *posible* que como mínimo tres países nórdicos pudieran estar también involucrados, concretamente Dinamarca, Finlandia y Noruega, aunque grandes cuestiones políticas pesan sobre daneses y noruegos. Respecto a los suecos, las actuales proyecciones sugieren que su deuda pública seguirá siendo demasiado alta por el resto de este siglo. En otros lugares, Irlanda, Portugal y, por supuesto, España *podrían* calificarse aún, pero será muy difícil. Podría ser mucho más fácil para los checos y, posiblemente, los húngaros: los primeros, inflación aparte, ya están cualificados y su tasa de inflación está disminuyendo rápidamente, por lo que bien podrían estar en el primer grupo.

De los estados miembros existentes, Grecia, Ita-

lia y el Reino Unido también podrían quedarse fuera de la primera unión monetaria. El caso griego parece virtualmente desesperado en términos de cualquier criterio ya existente o supuesto. En cuanto a los italianos, aún es posible que, como consecuencia de una revolución actualmente en marcha, el país pudiera dividirse, y en ese caso la Italia del norte de Roma se convertiría casi con certeza en una de las economías con más éxito de Europa. Sin embargo, a no ser que y hasta que se elimine la incertidumbre política, es difícil ver cómo podrían acomodarse los italianos a una UME de núcleo duro. En cuanto a los británicos, el problema es principalmente, aunque en modo alguno exclusivamente, político. Con el actual gobierno «seguro» en el cargo hasta 1996 o incluso 1997, es difícil ver cómo podrían manifestarse ni sobre los principios ni sobre los detalles; por ejemplo, en el tema de un banco central independiente. Después, ellos o sus sucesores, necesitarán como mínimo dos o tres años para hacer los ajustes necesarios. Quizá, después de todo, la señora Thatcher haya ganado en lo que a su país se refiere.

## **LAS TRANSFORMACIONES EN LA EUROPA DEL ESTE**





## EL FUTURO DE EUROPA: ESPERANZAS Y RIESGOS

Mihály Kupa, MP

Cuando Hungría abrió sus fronteras con Austria a los refugiados de la Alemania Oriental en 1989, ese acontecimiento puso fin a la tercera guerra mundial y marcó el comienzo de una nueva era en Europa, y quizá en el mundo entero. Para que se diera semejante momento histórico, también fue precisa la im placable actitud del presidente Reagan contra el «imperio del mal», la convincente superioridad tecnológica e intelectual de las Comunidades Europeas y la sabiduría del entonces líder del partido, Gorbachov, a la hora de aceptar que el comunismo había fracasado y ya no admitía más reformas.

Quinientos años después del descubrimiento y colonización de América, a Europa se le ofrece otra oportunidad de volver en sí, reconocer sus comunes raíces culturales e históricas y convertirse en una Europa unida, después de un largo período de frentéticas luchas y de aspiraciones hegemónicas.

Hagamos una breve recapitulación histórica —la Historia es maestra de la vida, decían los romanos—, sin caer en el pozo de la nostalgia o del tradicionalismo.

Junto con otros pueblos y naciones de la Europa central, los húngaros también estuvimos meciendo la cuna de Europa. Atrapados entre los imperios francogermánico y ruso-bizantino en los siglos VIII-X, suecos, polacos, checos, húngaros y croatas optaron por la religión y la cultura cristiana, es decir, por Europa o el camino hacia Europa. En otras palabras, los pueblos y naciones de Centroeuropa se comprometieron con Europa y mantuvieron su compromiso incluso en los peores tiempos.

Saltando hacia adelante en la Historia, esos pueblos y naciones tomaron parte en las luchas de poder en Europa, sobrevivieron a las vicisitudes de la invasión mongola, pero con el descubrimiento de América y el surgimiento de nuevas rutas comerciales, Centroeuropa perdió su importancia económica, y sus naciones pasaron los siguientes quinientos años (prácticamente hasta 1989) luchando por recuperar su identidad nacional, y a menudo su supervivencia, bajo las alternativas invasiones, protecto-

rados o patronatos de otomanos, prusianos, austriacos o rusos.

Las naciones centroeuropeas obtuvieron su independencia nacional —a menudo en contra de unos y otros— después del Tratado de paz de Trianón, que puso fin a la primera guerra mundial —y que en la actualidad se considera claramente injusto—, sólo para ser entregadas a la Unión Soviética comunista por las potencias victoriosas en 1945. Fue una paradoja histórica que, después de combatir las influencias orientales durante casi un milenio, los estados del Báltico, incluyendo Finlandia, Polonia, Checoslovaquia, Hungría, Eslovenia y Croacia, perdieran finalmente su batalla (aunque no la guerra) de un plumazo, en 1945.

Por decirlo todo, hay que destacar que Lenin, el creador del comunismo, tomó como modelo una combinación del Estado prusiano y la primitiva organización industrial americana (de principios de siglo), incluyendo la primitiva ilusión del «hombre hecho a sí mismo» («cualquiera puede hacerlo»). Ese modelo representaba esencialmente una contrarrevolución industrial en la Historia de la Humanidad, tratando de erradicar el camino del desarrollo, por ejemplo las iniciativas individuales, la propiedad privada y la competencia, junto con los derechos fundamentales, a costa de inmensos sacrificios humanos y culturales, lo que afortunadamente terminó en un fiasco.

Las naciones de Centroeuropa respondieron al desafío con inquietud social y motines. Nunca aceptaron los valores comunistas, y se alzaron contra la tiranía una y otra vez. Baste con mencionar los casos de Berlín en 1953, Budapest y Katowice en 1956, Praga en 1968 y Varsovia en 1979-80. El Occidente desarrollado guardó invariablemente silencio sobre todos estos acontecimientos. Únicamente dedicó su atención a Budapest en 1989, Timisoara (Temesvár) en 1990 y Praga en 1991, y advirtió el inicio de una nueva era.

Naturalmente, la parte desarrollada del mundo reaccionó a la caída de lo que Churchill había des-

crito en su famoso discurso de Fulton como «el telón de acero». Después de haber aparcado todas sus controversias históricas, creado la alianza militar más poderosa del mundo y una red de acuerdos militares, de haberse levantado en armas contra la escalada del comunismo en Grecia, Corea, Vietnam, Oriente Medio e Indonesia, por citar sólo algunos casos; después, también de que Europa occidental hubiera levantado la mayor obra de toda la historia europea: la Unión Europea Occidental y las Comunidades Europeas, basadas en los principios de democracia, libertad, paz y cooperación.

Así es como llegamos a 1989 y a nuestro tiempo. Quienquiera que pretenda entender la Europa de hoy, tendrá que comprender los motivos que subyacen a los cambios. Cada nación, no importa lo pequeña que fuera, ha mantenido su lenguaje, su cultura, su religión y las bases de su identidad nacional contra la violencia y las influencias exteriores a través de los siglos. Sólo sobre esta base puede entenderse cómo en Centroeuropa y en el territorio de la antigua Unión Soviética, únicamente Polonia, Hungría, Rumanía, Bulgaria y Albania han mantenido sus posturas nacionales, mientras Checoslovaquia ha sido dividida en República Checa y Eslovaquia, la antigua Yugoslavia se ha desintegrado en varios estados independientes que se han enzarzado en una guerra civil inmanejable, por usar las palabras del presidente Clinton. También la Unión Soviética se ha dividido, con más de un 40 por 100 de población de etnia rusa en los estados sucesores, creándose los más graves problemas de minorías nacionales del mundo y guerras civiles que están causando derramamientos de sangre en muchas zonas (Georgia, Azerbaiyán).

Los estados miembros de las Comunidades Europeas están luchando con graves problemas económicos, mientras la mayoría de los países de la EFTA han pedido la asociación, y Turquía lleva mucho tiempo haciendo cola para ser miembro de pleno derecho.

Dados los cambios que han tenido lugar, Europa se puede dividir en cuatro regiones distintas, conforme a desarrollo de la democracia, condiciones del mercado y economía:

- Los doce países de la CE, más los países que han solicitado recientemente su adhesión (Austria, Suecia, Noruega, Finlandia, etcétera).
- Centroeuropa, incluyendo Polonia, la República Checa, Eslovaquia, Hungría (los países del Grupo de Visegrado, que han firmado un acuerdo de libre comercio), pero también Eslovenia y Croacia, a condición de que se alcance la paz.
- Ucrania, Bulgaria, Rumanía, Albania, los esta-

dos bálticos independientes (Estonia, Letonia y Lituania), y Serbia, Bosnia y Macedonia, siempre que firmen la paz.

- El «imperio» ruso (Bielorrusia, Rusia).

Como cualquier clasificación, ésta también es arbitraria, pero si se tiene que definir a Europa no sólo como una unidad geográfica, sino también como una categoría cultural, histórica y económica, la clasificación anteriormente mencionada está muy próxima a la realidad, y al mismo tiempo establece las fronteras de Europa (recordemos lo que dijo De Gaulle: Europa se extiende del Atlántico a los Urales).

En el mismo sentido, deberíamos recordar también las fronteras culturales y religiosas de Europa, por hipotéticas que sean, que inevitablemente dejan sus huellas en la vida cotidiana y en las normas económicas; la frontera aproximada con la cultura y religión judeocristiana en Europa puede trazarse a través de la península escandinava, los estados bálticos, Polonia, Eslovaquia, Hungría (también las zonas de Ucrania y Rumanía al Oeste de los Cárpatos), Eslovenia y Croacia. Esa «frontera» no es en modo alguno una distinción, y sólo significa que la cultura bizantina y ortodoxa, su religión y sus costumbres prevalecen al otro lado de ella. Si se prefiere, Europa está en la intersección de diferentes culturas, en el sentido real del término, justo como le sucede a Grecia o a la religión árabe-mediterránea. Todo esto, sin embargo, representa una diferencia respecto a lo que Weber definió como éticas europeas y las actitudes correspondientes.

Si pensamos en el futuro de Europa como un todo, tenemos que tener todo esto en cuenta.

Europa, tal como la he descrito, sólo es una de las regiones del mundo, y ni siquiera la más grande.

Tenemos que definir la Europa del futuro y el futuro de Europa en el mundo en general, que está cambiando rápidamente y al que tenemos que adaptarnos.

¿Qué podemos esperar, sin pretender ser adivinos, sólo sobre las bases del sentido común y la previsión?

Por una parte, el mundo se está moviendo hacia una creciente globalización, ya sea en el terreno de la comunicación, la vida económica y de negocios o los graves problemas, tales como la necesidad de asegurar un medio ambiente saludable y la lucha contra el SIDA. La globalización también se manifiesta en las cuestiones relacionadas con la paz y la seguridad, aunque estemos presenciando pasivamente las guerras civiles en Somalia o Yugoslavia, los problemas de Angola, la pobreza, la discriminación racial, las agresivas aspiraciones de Irak y Co-

rea del Norte de convertirse en potencias nucleares, o las ansias de poder de otros países y movimientos religiosos. Sin embargo, también existen indicios prometedores, como el proceso de paz en Oriente Medio, la evolución en Sudáfrica, el proceso democratizador de América Latina o la restauración camboyana.

Paralelamente a la globalización, también debería tenerse en cuenta el reforzamiento de la regionalización, y tomarse muy en serio para el futuro, de algunas partes del mundo, entre ellas Europa.

¿Qué hay de todo esto?

Para empezar, que Estados Unidos, actualmente la única superpotencia legitimada, está desplazando gradualmente su foco e interés al continente norteamericano (NAFTA) y a la región del Pacífico. Este desplazamiento puede oscurecer el papel de Europa y de la cooperación atlántica en las relaciones americanas, pero al mismo tiempo conduce a un interés creciente en Rusia (armas nucleares, recursos naturales, seguridad), China y Oriente Medio.

Para Europa, el futuro papel de Rusia (el «imperio ruso») es crucial. En mi modesta opinión, Rusia, junto con los territorios bajo su control o influencia, seguirá siendo un imperio a largo plazo, y nunca se convertirá en parte integrante de Europa, ni en una economía de mercado occidental ni en una democracia.

América Latina, Japón y otros países orientales cercanos que se encuentran en rápido crecimiento, los estados del Golfo, Sudáfrica y las repúblicas africanas cooperantes deberían considerarse como regiones separadas. Por no hablar de China e India, que indudablemente serán los gigantes del mundo. Es probable que Turquía se convierta en una potencia regional, dominando quizá algunas de las antiguas repúblicas soviéticas de Asia. Irán, el descendiente del antiguo imperio persa, seguirá siendo un caballo perdedor.

Mientras crea una Unión dentro de sus fronteras, Europa tendrá que contar con unos bloques regionales potencialmente fuertes, que emergerán de la nada y se convertirán en competidores.

Pero la fuerza de Europa siempre ha dependido de una buena combinación de cooperación y competición. Y así seguirá siendo en el futuro.

Viniendo de Centroeuropa, no cabe duda de que al viejo continente se le ofrece la oportunidad histórica de convertirse a la larga en la fuerza motriz y coordinadora del desarrollo global.

Así se deduce de los siguientes hechos:

- El hecho de que, sobre las bases de la evolución cultural y las tradiciones, la democracia civil

parlamentaria funciona aquí muy eficazmente y sin problemas.

- El hecho de que la economía de mercado funciona aquí muy eficazmente, y que es aquí donde se ha creado la única comunidad económica integrada con capacidad operativa.

- El hecho de que hay nuevas oportunidades de ampliar los mercados y acceder a nuevas formas de cooperación.

- Y finalmente, el hecho de que Europa Occidental ha alcanzado un nivel de bienestar y seguridad social relativamente alto, que evita mayores conflictos sociales. Por supuesto, todo esto sólo se podrá conseguir si Europa se va integrando gradualmente, y todos los países del continente llegan a ser miembros de pleno derecho de la unión política, militar y económica.

Las oportunidades son grandes, pero no deben hacer olvidar los riesgos.

Los países de la CE, más Austria, Suecia, etc., a la espera de su plena adhesión, están afectados por una profunda recesión económica, que parece cualquier cosa excepto temporal, y que creo que se debe a un inevitable ajuste estructural tras el final de la guerra fría. (La controversia ha de ser reemplazada por la cooperación, y en muchos aspectos una economía de guerra ha de ser reemplazada por una «economía de paz».) El ajuste estructural puede llevar décadas, mientras el mundo en general está cambiando con gran rapidez.

Además de las dificultades económicas, el nivel de eficacia es relativamente alto (teniendo como consecuencia el aumento del desempleo), los servicios sociales están a veces sobrecargados (teniendo como consecuencia enormes déficit presupuestarios y unas iniciativas de creación de empleo desalentadoras) y surgen en gran número nuevos competidores que emplean mano de obra barata (teniendo como resultado una competencia cada vez más feroz y a menudo pérdidas de mercados).

Todo esto exacerbado por el debate sobre la ampliación y la profundización, y el miedo al poder de los países pequeños por parte de los grandes de la Comunidad Europea.

Como resultado, Europa Occidental todavía no tiene medios suficientes para controlar la crisis del continente (véase la antigua Yugoslavia).

Finalmente, además de lo dicho, no hay que olvidar otro riesgo: Europa Occidental no ha desarrollado una imagen clara de su futuro (en esencial el Tratado de Maastricht sólo dibuja un futuro para miembros del club).

Como una cuestión fundamental y una fuente

inevitable de tensión, debería considerarse la integración y la relación de culturas y lenguas nacionales, la degradación de la cultura a producto de masas y la comercialización de la filosofía europea. Un problema similar es el referido a los derechos fundamentales, incluyendo la reivindicación de las minorías étnicas y los derechos de nacionalidad.

Los países de la Europa central y oriental (incluidas las nuevas repúblicas) se enfrentan a importantes problemas de seguridad, que no hacen sino agravarse por el atraso de las tecnologías, la pobreza y la escasez de capital.

La tercera guerra mundial acabó pacíficamente, pero no fue seguida por ningún tratado de paz, excepto en el caso de Alemania (que se reunificó pacíficamente). Las relaciones dentro de la región se rigen aún por los tratados de paz de París, posteriores a la Segunda Guerra mundial, y el Acta Final de Helsinki, que confirmaba esos tratados. Sin embargo, muchos de los entonces firmantes (y miembros) ya no existen, y se han formado nuevos estados (o están luchando por la independencia mientras —como ya he mencionado— los problemas de las nacionalidades y las minorías son una fuente de creciente tensión).

Por tanto, mientras Europa occidental está dando pasos meditados hacia la integración, la Europa central y oriental se caracteriza por la desintegración, mientras cada país intenta orientarse y aproximarse a Europa occidental.

Por esta razón, soy un entusiasta defensor de lo que se conoce como el plan Balladur, porque establece el futuro de Europa en perspectiva.

El futuro de Europa depende de la cooperación y la integración. La Europa occidental necesita a la Europa central y oriental, y a la inversa incluso más aún.

Europa occidental puede hallar en nuestra región buenos mercados, oportunidades de inversión, mano de obra cualificada y relativamente barata y recursos naturales.

Centroeuropa y la Europa del Este están a su vez buscando nuevos mercados, mientras necesitan también tecnología y conocimientos.

Aunque soy consciente de que sólo países individuales pueden unirse a las instituciones europeas, el camino hacia la cooperación económica discurrirá en el futuro a través de varias regiones europeas, tales como la Centroeuropa (Polonia, la República Checa, Eslovaquia, Hungría, Eslovenia, quizá también los estados del Báltico), la región europea centrooriental (Rumanía, Bulgaria, Albania, Croacia, Serbia, Bosnia, Macedonia) y la región europea

oriental (Ucrania y tal vez el territorio europeo de Rusia).

La Comunidad Económica Europea unida puede surgir de la red de esas regiones y su gradual acercamiento.

Creo que Europa tendrá que firmar un acuerdo de cooperación separado con el imperio ruso (Rusia, Bielorrusia, etcétera).

Como el canciller Helmut Kohl viene preconizando últimamente, todo esto presupone que Europa occidental debería abrir sus mercados, movilizar sus recursos humanos, técnicos y financieros, igual que las otras regiones de Europa deberían desarrollar las libertades, una economía de libre mercado basada en los derechos humanos y en el fomento de una cooperación basada en una competencia abierta, liberalizada y leal.

¿Qué pueden hacer los países de Centroeuropa, y Hungría en particular, por el ansiado desarrollo de la cooperación e integración europea?

Ante todo, cada país tiene que trabajar y luchar por su propia transición a una economía de libre mercado basada en un fuerte sector privado. Este proceso se ve facilitado por los acuerdos de asociación que estos países han firmado con las Comunidades Europeas, por sus relaciones con los países de la EFTA y por el grupo de Visegrado, una especie de acuerdo de libre comercio firmado por Hungría, Polonia, la República Checa y Eslovaquia que en sí mismo representa un mercado de 100 millones de personas. Hay que mencionar también la Iniciativa Centroeuropa y la cooperación dentro de la eurorregión carpática, incluidas Rumanía y Ucrania.

De aquí que los países de Centroeuropa no quieran servir como una especie de cordón sanitario. Antes al contrario, desean ser el puente entre Oriente y Occidente, Norte y Sur, y actuar como vehículo hacia la integración europea.

Con respecto a mi país, Hungría, creo que es el punto más seguro y estable de la Centroeuropa en transición, donde hay un gobierno libremente elegido en el poder, donde ha afluído más del 60 por 100 del total de las inversiones directas hechas por Occidente en la región, donde el comercio con la OCDE ha alcanzado un 60 por 100 y con las repúblicas de la antigua Unión Soviética un 30 por 100. Y no podemos negar que es un país donde la escasez de capital y modernas tecnologías causan grandes dificultades, y el desempleo y la tensión social han hecho su aparición como efecto inmediato de la transición hacia una economía de mercado.

Hungría nunca aceptó el régimen comunista. Como ha dicho un director de cine, amigo mío: «Nosotros también vivimos en Europa durante los

últimos cuarenta años, pero no de la forma que queríamos.» El país siempre ha estado al frente de los cambios en Centroeuropa: nos alzamos contra los comunistas locales y la invasión soviética en 1956, pusimos en marcha la reforma del sistema socialista en 1968, y abrimos las fronteras y proclamamos la República de Hungría en 1989. Nuestro país fue el primero de la zona donde se celebraron elecciones libres en 1990, lo que significa un cambio pacífico del sistema político. Hungría fue el primer país de la región en convertirse en miembro del Consejo de Europa. Fue en Budapest donde los antiguos países miembros decidieron la disolución del Pacto de Varsovia y del COMECON.

Considerando nuestra situación geográfica, tradiciones y experiencia, no sólo podemos estar en la vanguardia de la integración económica europea, sino también llegar a ser un foco del ideal europeo en Centroeuropa. Hemos adoptado los modelos europeos en nuestra legislación, instituciones y economía, y siempre hemos sido europeos en nuestra cultura y forma de pensar.

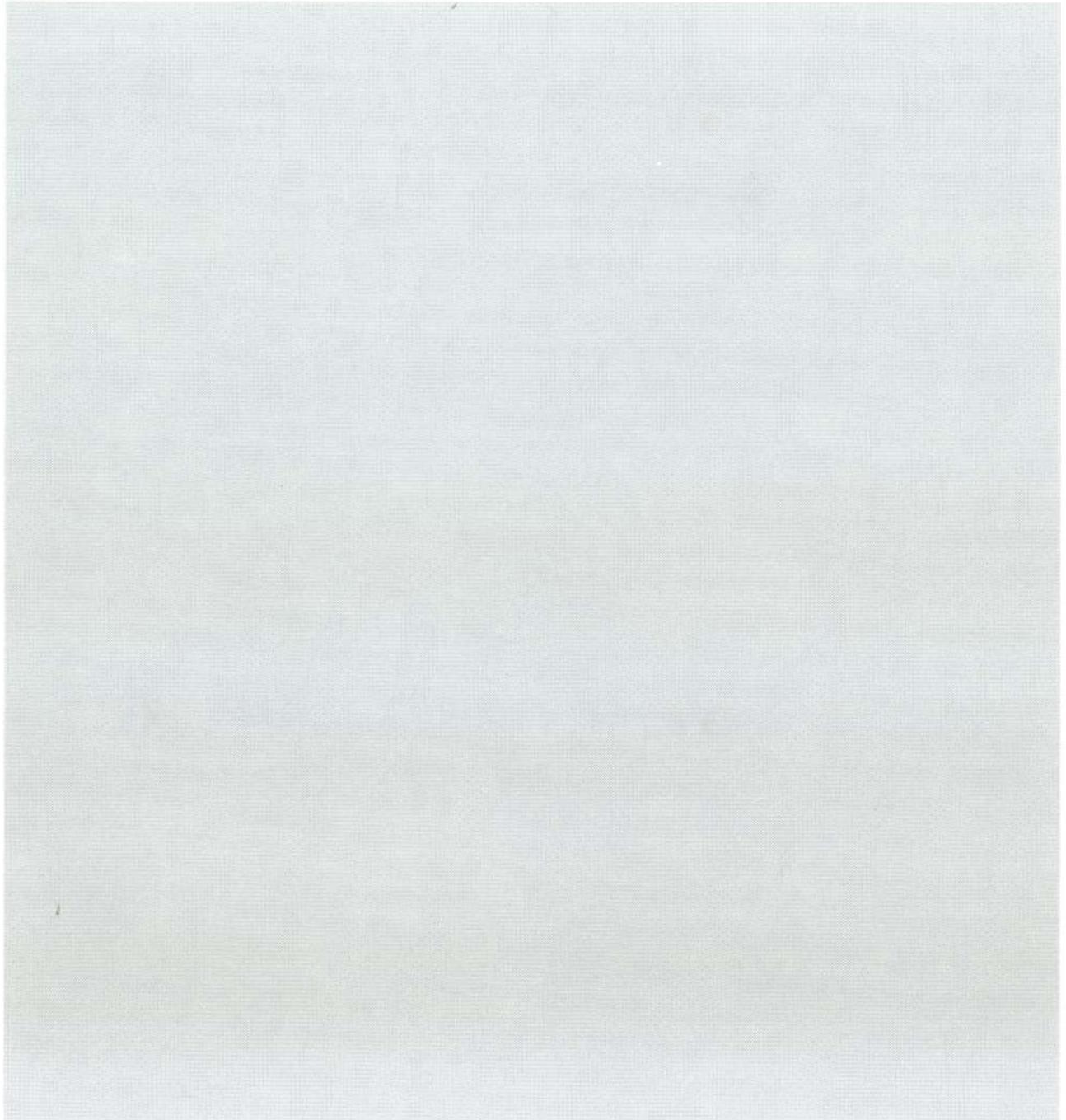
Además, tenemos una buena oportunidad de convertirnos en el centro económico, comercial y financiero de la región, y nuestra experiencia nos capacita para actuar como una puerta o puente hacia Europa y el mundo en general, Europa del Este y el imperio ruso, incluido Kazakjstán, sirviendo así a aquellos que están recorriendo un camino desde el Este hacia Europa.

No buscamos ayudas, a pesar de que nuestro pobre pueblo las necesita. En su lugar, ofrecemos cooperación, mercados y conocimiento..., lo mismo que esperamos de nuestros socios. Siempre hemos sido abogados de la competencia y la cooperación.

Como pueden ver, confío en el futuro de Europa y apuesto por que nosotros los europeos continuaremos representando un papel dirigente en el progreso global en el próximo milenio, preservando nuestras tradiciones, culturas y lenguas.



**ESTRATEGIAS COMPETITIVAS  
DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS**





# ESTRATEGIAS COMPETITIVAS DE LA BANCA ANTE EL MERCADO UNICO

Angel Montero Pérez

## INTRODUCCION

En toda situación, cualquier empresa, pública o privada, financiera o no, debe tener unas estrategias de actuación para el logro o consecución de los objetivos que se hayan planteado. Lo contrario significa abandonar el cumplimiento de esos objetivos al azar.

Si lo anterior es cierto en cualquier situación, más lo es cuando se prevén cambios profundos en el entorno. Análisis del entorno y su previsible evolución, es el primer paso necesario en cualquier método de diseño de estrategias.

Ante situaciones de entorno profundamente cambiante, es vital para el gestor bancario tratar de:

a) En primer lugar, determinar con la máxima anticipación y exactitud posibles, en qué se van a concretar esos cambios y cuáles van a ser sus efectos sobre el propio negocio, tanto en el impacto sobre los precios (de activo y de pasivo), como en el comportamiento de los agentes del mercado (proveedores, clientes y competencia).

b) Para, posteriormente, observar atentamente los movimientos de la competencia relacionados con la adaptación a la nueva situación y extraer de los mismos la mayor información posible.

c) Y como consecuencia, adaptar su estructura productiva (personal, informática, canales de distribución, etc.) con la mayor velocidad posible a la situación futura. Esta tarea supone, en general, un esfuerzo adicional, ya que debe realizarse simultáneamente con el día a día de la actividad. De hecho surgirán conflictos entre ambas tareas (adaptación al cambio y gestión del día a día), que la dirección del banco deberá resolver en cada caso.

Es bien cierto que el Sistema Financiero Español, tras un largo camino iniciado en 1977, ofrece en el momento actual unas cotas de libertad, integración en el entorno internacional y competencia, plenamente equiparables con sus homólogos de los restantes países de la Comunidad Europea.

## LOS CAMBIOS EN EL ENTORNO DE LA BANCA ESPAÑOLA

Es evidente que el Sistema Bancario español se enfrenta en los próximos años a un cambio determinante en su entorno: ni más ni menos que a la ampliación de su ámbito geográfico doméstico, y en unas condiciones peculiares.

En efecto, todo el territorio de la Unión Europea se convertirá, por ley, en el ámbito doméstico de cualquier entidad financiera autorizada por cualquier estado miembro. El principio de autorización única, consagrado por la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (89/646), se constituye en la piedra angular sobre la que se cimenta el Mercado Unico Financiero, limitando la sujeción a la autoridad del estado de acogida a aquellos aspectos relacionados con el control de la solvencia y la política monetaria. Este principio tendrá tres tipos de consecuencias importantes:

a) Un previsible aumento de la competencia bancaria en nuestro país. En el momento en que la Segunda Directiva se trasponga totalmente a la normativa española, los bancos del resto de la Comunidad podrán establecer libremente sucursales en España, que actuarán de acuerdo con las normas de su estado de origen.

b) Una evolución claramente desregularizadora del sector, ya que las autoridades nacionales no podrán aprobar normas más restrictivas que las comunitarias, porque éstas afectarían únicamente a las entidades bancarias de ese país, limitando sus posibilidades de competencia en el Mercado Unico.

c) Y una racionalización importante del negocio, tendente a la homogeneización comercial y operativa entre los distintos estados, en todos sus aspectos: precios, diseño de los productos, usos de la clientela, ...

Hay que destacar aquí, como paréntesis, el retraso en la trasposición de la Segunda Directiva a la legislación española que ha motivado reciente-

mente la apertura de un proceso de infracción por parte de la Comisión Europea, ya que debería haberse hecho con fecha 1 de enero de 1993.

Por supuesto, el Consejo Europeo ha acompañado la implantación del principio de autorización única a la necesaria armonización de riesgos. En este sentido, la Directiva sobre Solvencia (89/647), tras fijar las ponderaciones que deben afectar a cada riesgo individual, establece en un mínimo del 8 por 100 el coeficiente de solvencia que deberán vigilar las autoridades locales. Y la propia Segunda Directiva, por su parte, limita al 15 por 100 de los recursos propios cada participación individual de una entidad bancaria en empresas no financieras y al 60 por 100 el total de las mismas. Asimismo, las autoridades comunitarias han recomendado limitar a un máximo del 40 por 100 la concentración de riesgo en un solo grupo de empresas.

Pero, además, este cambio en el entorno de nuestras entidades que brevemente he descrito, se realiza en unas condiciones peculiares derivadas de diferencias de todo tipo entre los distintos países. Diferencias que podríamos agruparlas en: *de carácter general o no financieras; de usos financieros y competitivas entre centros financieros.*

1) Entre las primeras de ellas: *diferencias de carácter general o no financiero:*

- Las más importantes quizá se den en el ámbito laboral: fuerza sindical en los distintos estados, períodos de vacaciones, horarios, movilidad funcional y geográfica...

- Junto con las diferencias de idioma que también tendrán su importancia, pues generarán abundantes capítulos de costes (programas informáticos, publicaciones, ...) y dificultarán la movilidad del personal.

2) Las segundas: *diferencias en los usos financieros entre países*, constituirán una variable a tener en cuenta en el diseño y promoción de nuevos productos, y en la difusión de los ya existentes en otros estados. Las implicaciones no se limitarán al diseño del «mensaje», sino también a los «mensajeros»: el personal comercial deberá adecuarse a diferentes situaciones, siendo la tendencia general que deberá aprender los aspectos de comercialización de una gama de productos financieros más amplia que la actual.

3) Por último, existen *diferencias competitivas entre los distintos centros financieros*. Aceptando que la actividad económica general, y también la financiera, tiende a la concentración geográfica, es evidente que Londres, París y Frankfurt parten con ventaja con respecto a las principales plazas financieras españolas. En la medida en que sepan apro-

vechar esta ventaja inicial, la tendencia a la concentración en esas plazas seguirá en el futuro. Lógicamente, el impacto de este fenómeno será mucho mayor sobre la denominada banca al por mayor que sobre la banca tradicional.

## **CONSECUENCIAS DEL NUEVO ENTORNO**

Se trata pues, como he intentado exponer, de un Mercado Unico, pero en el que persistirán durante bastante tiempo abundantes diferencias interestatales, que las disposiciones legales no podrán (ni creo que lo pretendan) borrar completamente.

En cualquier caso, y aceptando las diferencias y peculiaridades derivadas de la pertenencia a un determinado estado miembro, es una realidad que el Mercado Unico será la causa de los siguientes efectos que determinarán el desarrollo de las entidades financieras:

a) Un incremento real de la competencia en el ámbito geográfico propio tradicional, como consecuencia de la libertad de establecimiento de sucursales por entidades autorizadas en otro estado.

b) Recíprocamente, la posibilidad de acceder a nuevos mercados en condiciones legales similares a las entidades que ya operaban en los mismos.

c) Importantes cambios de mentalidad en cuanto a la percepción de la propia entidad. Por explicarlo de forma bastante descriptiva, variará la posición en el *ranking*, ya que el nacional dejará de ser relevante en beneficio del de la Unión Europea. En general, las grandes entidades nacionales pueden pasar a ser consideradas, y considerarse ellas mismas, grandes entidades regionales.

d) Cambios en las relaciones con la autoridad monetaria, ya que a medida que avance la segunda fase de la Unión Monetaria las decisiones se irán centralizando. Al final de proceso, en 1997 o en 1999, la autoridad monetaria corresponderá al Banco Central Europeo, cuyo primer embrión está constituido por el Instituto Monetario Europeo.

e) Un marco financiero presumiblemente más estable y un margen financiero más reducido. En este contexto, los movimientos de precios serán mucho más difíciles, por lo que otros aspectos de la oferta, especialmente los referidos a la calidad, cobrarán mucha mayor importancia.

f) El incremento de la competencia y el aprovechamiento de las economías de escala que se abren con el Mercado Unico significará, a largo plazo, una reducción de los costes y, por tanto, un aumento de la eficiencia económica del sector bancario europeo, redundando previsiblemente en un

incremento de la demanda del mismo. Este incremento de la demanda no será sólo interno, sino que, previsiblemente, se generará una importante afluencia de capitales hacia Europa, en detrimento de Estados Unidos y el resto del mundo. A largo plazo, en consecuencia, la productividad del sector aumentará.

g) Una consecuencia que, por obvia, no es menos importante para la consolidación de un Mercado Unico Financiero es el aumento de la internacionalización de la operativa y, en concreto, el aumento de las transacciones interfronterizas. La preocupación por ellas es tal que la Comisión Europea ha emitido una recomendación (90/109) sobre la transparencia de las mismas.

h) Continuará, y quizá se agudice, la tendencia al mayor crecimiento relativo del *merchant-banking* frente a la banca tradicional.

Un tema de gran trascendencia en el sector es el tamaño; tamaño adecuado al que puede o podrá llegarse por la vía de fusiones/adquisiciones o por la constitución de grupos de intereses con *holdings* de tenencias de capitales y dirección estratégica del negocio único.

Frente a estos cambios previsibles en el entorno, las entidades financieras españolas deben planificar cuidadosamente su estrategia, ya que el cambio es, como se ha visto, profundo y es, por otro lado, irreversible.

No sólo esto, sino que además se trata únicamente de un gran primer paso. Las previsibles ampliaciones de la Unión Europea y la continua tendencia a la globalización de la actividad financiera, mediante la cual los lazos financieros con países no europeos serán cada vez más estrechos, constituyen las principales líneas por las que este proceso de ensanchamiento del ámbito de actuación de nuestras entidades proseguirá en el futuro más allá del Mercado Unico.

## **POSICION INICIAL DE LA BANCA ESPAÑOLA**

Ante este nuevo entorno, ¿cuál es la posición inicial de la banca española? Está suficientemente contrastado que cada entidad debe determinar cuál es su posición ante los cambios anteriormente descritos.

Ahora bien, existen ciertas notas diferenciales de la banca y las cajas de ahorros españolas con respecto al conjunto comunitario:

a) Escaso desarrollo del sector bancario español en relación con el tamaño de nuestra economía. En 1988, su contribución al PIB (1,4 por 100)

se situaba por debajo de la media comunitaria (1,9 por 100) y tan sólo superaba a la de la banca italiana (1,1 por 100). Esto quiere decir que la actividad bancaria tiene todavía un potencial de crecimiento importante en España, si se compara con el resto de la CEE, razón que hace al mercado español especialmente atractivo para la competencia.

b) Cuota de mercado bastante notable de las cajas de ahorros en el conjunto del sector bancario, al tiempo que la presencia de la banca extranjera, aunque creciente, todavía está lejos de ser significativa.

c) El tamaño de las grandes entidades bancarias españolas se va acercando gradualmente, a través de los procesos de fusión emprendidos, al promedio existente en los países que conforman la Unión Europea.

d) La rentabilidad sobre activos y sobre recursos propios es muy superior a la media europea, circunstancia todavía más notable en este último caso si consideramos que nuestro nivel de solvencia se sitúa en los primeros lugares del *ranking* europeo.

e) Reducidos volúmenes de negocio por empleado, medidos tanto en términos de créditos como de depósitos.

f) Márgenes financieros bastante elevados y gastos de explotación altos pero relativamente estables, con productos netos no financieros de nivel intermedio pero crecientes.

g) Redes comerciales difícilmente homologables a las europeas, a causa de:

g.1) El elevado número de oficinas bancarias existente en nuestro país, herencia de un pasado en el que la proximidad jugaba un papel aún más relevante, si cabe, que ahora, dado que era uno de los pocos factores estratégicos a utilizar en un entorno competitivo muy regulado.

g.2) El muy reducido tamaño de nuestras sucursales. España es el país con oficinas bancarias más pequeñas, tanto por el volumen de negocio que manejan como por su reducido número de empleados, lo que explica sin duda parte de nuestro diferencial negativo de costes de explotación con respecto a la media europea.

Un análisis rápido y poco profundo de nuestro sistema bancario podría colegir que una de sus principales características es su baja productividad. A nuestro juicio esta aseveración, aunque no exenta de contenido, puede ser más aparente que real, pues no pondera en su justa medida ni el relativamente reducido desarrollo del sistema financiero español en relación al tamaño de nuestra

economía ni nuestro peculiar modo de hacer banca, basada en redes comerciales densas con puntos de venta de reducido tamaño, que gozan de un soporte tecnológico medio que nada tiene que envidiar a la media comunitaria.

Con todo, existe una clara vía de incremento de productividad mediante el crecimiento (mayor negocio por empleado) y una rotación mayor de la actividad. La buena capitalización de las entidades españolas permite todavía aumentar su apalancamiento.

### **LA DECISION FUNDAMENTAL: BANCA UNIVERSAL O ESPECIALIZADA**

En todo proyecto empresarial una de las primeras decisiones es definir y acotar lo que queremos ser, la clase o tipo de negocio que queremos desarrollar. Es lo que en terminología de planificación estratégica, se suele denominar *finalidad*.

Evidentemente, también la finalidad puede y debe ser revisada periódicamente y adaptada a la situación del entorno.

A título de ejemplo, les puedo indicar que en mi entidad, Caja de Madrid, en el plan estratégico figura como finalidad: «atender las necesidades económicas y financieras de la clientela, mediante una oferta de servicios diversificada según áreas geográficas y segmentos de clientela, con vocación de actuar en todos los mercados y, principalmente, en el negocio al por menor».

En la empresa bancaria la «finalidad» debe definir claramente qué modelo de banca se quiere desarrollar: banca universal o especializada, o qué proporción de una y otra se desea.

La especialización de la actividad bancaria puede referirse a productos, clientes o ámbitos geográficos.

Definida la opción de negocio o finalidad que se desea desarrollar, se podrán fijar los objetivos a medio y largo plazo y las mejores estrategias para conseguirlos.

Dado que la regulación comunitaria no segmenta la actividad bancaria entre entidades (bancos o cajas de ahorro, entidades públicas o privadas), se cuenta con una notable libertad a la hora de elegir el modelo: banca universal o especializada.

Debemos recordar que la Segunda Directiva realiza un minucioso detalle de las actividades que pueden desarrollar las entidades bancarias y que van desde:

1) Recepción de depósitos o de otros fondos reembolsables.

2) Préstamos, especialmente crédito al consumo, crédito hipotecario, *factoring*, con o sin recurso, y financiación de transacciones comerciales (incluido el *forfaiting*).

3) Arrendamiento financiero (*leasing*).

4) Operaciones de pago.

5) Emisión y gestión de medios de pago (tarjetas de crédito, cheques de viaje, cartas de crédito).

6) Concesión de garantías y suscripción de compromisos.

7) Transacciones por cuenta propia o de la clientela que tengan por objeto:

7.1. Instrumentos del mercado monetario (cheques, efectos, certificados de depósito, ...).

7.2. Mercados de cambios.

7.3. Instrumentos financieros a plazo y opciones.

7.4. Instrumentos sobre divisas o sobre tipos de interés.

7.5. Valores negociables.

8) Participaciones en las emisiones de títulos y prestaciones de los servicios correspondientes.

9) Asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, de estrategia industrial y de cuestiones afines, así como asesoramiento y servicios en el ámbito de la fusión y la compra de empresas.

10) Intermediación en los mercados interbancarios.

11) Gestión o asesoramiento en la gestión de patrimonios.

12) Custodia de valores negociables.

13) Informes comerciales.

14) Alquiler de cajas fuertes.

Este amplio abanico de actividades objeto de sujeción al principio de licencia única posibilita plenamente el desarrollo de la banca universal o de la especialización en determinados productos en el ámbito europeo.

A la hora de decidir la propia opción de negocio (finalidad), se debe tener en cuenta que solamente a nivel conceptual, existen modelos químicamente puros. En la práctica, cada entidad debe elegir su propia opción de negocio, que por lo general incorporará aspectos de más de uno de los modelos conceptuales, dependiendo de su situación inicial, de su historia, de sus limitaciones y hasta de sus capacidades gerenciales.

Otro aspecto importante a la hora de decidir la estrategia de cara al Mercado Unico es la propia estrategia en el mercado nacional. A este respecto, convendrá no olvidar que el mercado nacional deberá seguir siendo objeto de la máxima atención por las estrategias de las entidades y que ambas opciones de negocio, la nacional y la europea, deben ser compatibles y desarrollarse coordinadamente, tanto en lo referente al tiempo, como a la asignación de recursos en el desarrollo de una y otra.

Quisiera realizar a continuación algunas consideraciones en torno al modelo de *banca universal* y *banca especializada*.

### **Banca universal**

Si la «opción de negocio» que se elige para el Mercado Unico es la de banca universal, debe perseguirse el incremento de la cuota de mercado tanto como la reducción de los costes de transformación.

En este sentido, hay que recordar que las entidades españolas parten, junto con las británicas, con una cierta desventaja con respecto a las del resto de países, especialmente en lo referente a los costes de personal.

Otra cuestión en torno al modelo de banca universal es el del tamaño de las entidades. En principio, podría parecer que un mayor tamaño permite el mayor aprovechamiento de economías de escala. Sin embargo, los estudios de numerosos expertos apuntan en sentido contrario en la mayoría de los casos: a partir de un cierto tamaño mínimo requerido por la actividad, los bancos de menor tamaño son, por lo general, más rentables que los mayores. Parece, por tanto, que las economías de escala se agotan pronto. Una excepción es la banca española en los años ochenta, sector y momento para el que las mediciones sí mostraron oportunidades de mejoría mediante el crecimiento, y en el que, en consonancia, se realizaron numerosas fusiones entre entidades. Pero, en definitiva, a partir de los estudios realizados, no parece que la dimensión de las entidades, siendo importante, tenga que convertirse en una cuestión que obsesione a sus gestores. El propio Consejo Europeo lo ha entendido así cuando establece unos recursos propios mínimos de cinco millones de ECUs para desarrollar la actividad bancaria, cantidad muy por debajo de la exigida por algunas normativas nacionales, incluyendo la española.

Las economías de escala son, probablemente, el factor impulsor de los costes más importante, pero no el único. La localización geográfica, los proce-

sos de aprendizaje, el grado de conexión del propio negocio con el de los clientes, los factores institucionales y las secuencias temporales de la actividad también tienen una notable importancia a la hora de reducir los costes.

### **Banca especializada**

La otra «opción de negocio» es el de la especialización. Como antes decía, esta especialización puede ser en productos, en clientes o geográfica.

La mínima diferenciación de los productos de nuestra industria, por la rapidez con que se propagan, no resulta especialmente alentadora para la innovación en este campo.

La ventaja competitiva derivada de la exclusividad de un producto nuevo desaparece con mayor rapidez que en otras industrias.

Ello se debe a que los requerimientos tecnológicos para producirlo son menores en nuestro caso que en otras industrias.

Sólo el factor experiencia, muy valorado por la clientela final, parece tener efectos perdurables sobre las cuotas de mercado en un producto determinado.

Sobre esta base, es evidente que las entidades que partan en una posición fuerte en un determinado producto, deben promocionar su imagen de «experto» como estrategia defensiva frente a la penetración de las demás en ese mercado, la cual se intentará, por lo general, desarrollar vía precios.

En cuanto a la especialización por clientes, cabe distinguir tres tipos básicos: particulares, empresas y grandes empresas e instituciones no financieras.

La relación de los bancos con los particulares ha ido cambiando en los últimos años sustancialmente. El incremento de la competencia entre las entidades y la mayor cultura financiera del particular, ha situado a éste, por lo general, en una mejor posición negociadora frente al banco que la que tenía en el pasado. Asimismo, el incremento de la competencia por parte de entidades no bancarias (tarjetas de crédito de grandes almacenes, financieras vinculadas a firmas de automóviles, sociedades de crédito hipotecario, fondos de inversión, fondos de pensiones, etc.) y, sobre todo, de las administraciones públicas han erosionado la importancia de nuestro sector en el crédito al consumo y la captación de ahorros. Por tanto, los esfuerzos de la banca en este ámbito deberían tener una doble dirección: la reducción de costes y la respuesta a las necesidades del cliente.

a) *La reducción de costes.* Es vital para acce-

der a un mercado tan amplio como es el de particulares en condiciones competitivas. Reducción de costes que debe hacerse por dos vías principalmente: incremento de las funciones informatizadas y mejora de la productividad del personal, sobre todo extendiendo su aprendizaje a toda la gama de productos requerida por el público.

b) La información, el aprendizaje y la formación del cliente medio en materia financiera exige una respuesta continua por parte de las entidades (productos más líquidos, más rentables, más seguros, ...). La idea central es que el cliente no debe dejar de encontrar en la entidad una respuesta a sus necesidades, evitando así su marcha hacia otras entidades bancarias o no. Por tanto, es inevitable desarrollar un proceso que vigile atentamente, por una parte el nivel de calidad del servicio e incrementándolo en lo posible y, por otra, detecte las necesidades de los clientes y la manera de dar adecuada respuesta.

Las consideraciones anteriores en torno al mercado de particulares son perfectamente aplicables al segmento de pequeñas y medianas empresas. Cabe hacer, sin embargo, dos consideraciones adicionales:

a) Las empresas de tamaño mediano requieren cada vez en mayor medida servicios que se apartan de la banca tradicional, como la asesoría financiera o la gestión de puntas de tesorería. Este tipo de servicios deben ser atendidos normalmente por departamentos centrales de la entidad, requiriendo un notable esfuerzo de organización en cuanto a la coordinación entre estos departamentos y la red de sucursales y, sobre todo, de aplicación de la tecnología informática a los procesos de asesoría para la gestión.

En este aspecto —requerimientos de la empresa mediana— el Mercado Unico supondrá para las entidades españolas un incremento de actividades como consecuencia de la difusión de usos financieros más innovadores, pero también supondrá una nueva oportunidad de negocio.

b) El Mercado Unico no-financiero traerá como consecuencia una mayor internacionalización de las operaciones comerciales de nuestras empresas de tamaño mediano. La banca debe acompañar este proceso adaptándose al mismo mediante una presencia internacional (en forma de sucursales) en las plazas con las que sus clientes tengan suficiente relación comercial y agilizando y abaratando los servicios financieros correspondientes.

Por último, con respecto al *segmento de grandes empresas e instituciones no financieras* el impacto del Mercado Unico Financiero consistirá probablemente en una aceleración del proceso de desinter-

mediación. Por un lado, la actividad de la banca extranjera en nuestro país y, por otro, la tendencia hacia la globalización de los mercados financieros, deben acelerar las posibilidades de acceso de las empresas e instituciones españolas a formas no bancarias de captación y colocación de recursos financieros. Y esto no sólo en lo referente a productos con mercados organizados, sino también a productos comercializados al margen de los mismos (*over-the-counter*). En este contexto, la actividad de asesoramiento financiero adquirirá, por supuesto, mucha mayor relevancia.

Es en este terreno de la financiación de las empresas en el mercado global en el que nuestras entidades quizá tengan un mayor retraso con respecto a los grandes bancos británicos, franceses o alemanes, y por tanto en el que la mayor competencia se dejará sentir (se está dejando sentir ya) de un modo más feroz.

La tercera alternativa de especialización es la geográfica. La banca española cuenta en este terreno con fuerte ventaja competitiva: su densa red de sucursales constituye un fuerte muro para cualquier intento de expansión de la red de una nueva entidad (lógicamente, que no pase por la adquisición de una ya implantada).

En este sentido, a mi juicio, una de las opciones más claras para nuestras entidades (al menos para la gran mayoría) pasa por ser banco nacional con intereses internacionales, sin pretender a medio plazo, ser un banco internacional.

Por lo menos esto es lo que aconseja la prudencia y el viejo y permanente principio conservador que anima el negocio bancario: «En caso de duda no entres.»

## CONCLUSIONES

En resumen y a modo de conclusión, avanzo las siguientes reflexiones:

Tomada una decisión con respecto a la opción de negocio, es necesario buscar la posición de cada cual. Para ello, deberían instrumentarse algunas o todas de las siguientes decisiones:

1.<sup>a</sup>) Determinar, potenciar y explotar las *particularidades identificativas* de cada entidad. En el Mercado Unico, la presencia de un mayor número de competidores tenderá a proporcionar a esas particularidades una importancia creciente.

2.<sup>a</sup>) Explotar plenamente las ventajas de situación. Especialmente, las ventajas de dos tipos:

2.1) Las derivadas de la densidad de una red de sucursales que en nuestro país resulta ser ma-

yor que la media comunitaria y que constituye un importante freno a la penetración de la competencia en la opción de banca universal.

2.2) Las derivadas de los sistemas de información. El conocimiento del cliente resulta una importante ventaja a la hora de ofrecerle una más amplia gama de servicios y productos.

3.<sup>a</sup>) Concentrar esfuerzos en el aumento de la calidad de los servicios y la reducción de costes de los mismos, pues hay que aceptar como un dato objetivo e irreversible, el que la reducción de los márgenes financieros será un hecho contra el que poco se puede hacer.

4.<sup>a</sup>) Decidido el grado de presencia internacional que se desea alcanzar, estudiar la alternativa más favorable entre la pura expansión geográfica, el establecimiento de alianzas estratégicas con entidades complementarias, por productos y/o por áreas geográficas, o la adquisición de entidades de otros países. Probablemente, no existe una única respuesta, ni para todas las entidades, ni en relación con todos los países.

# ESTRATEGIAS COMPETITIVAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS ANTE EL MERCADO UNICO Y LA UNION MONETARIA

Juan Antonio Maroto Acín

## 1. LAS CONDICIONES ACTUALES DEL ENTORNO ECONOMICO Y FINANCIERO: EL RETO DE LA EFICIENCIA Y LA COMPETITIVIDAD

La actividad de las entidades financieras españolas se inserta durante los últimos años en un proceso evolutivo en el que se dan fenómenos tan relevantes y característicos como la universalización de las líneas de negocio, la globalización de los mercados de operación y la desregulación de la normativa que contempla su creación, funciones y marco de actuación. Ello define unos retos estratégicos a los que nuestras entidades financieras deberían dar respuesta aun en el caso de no ser un hecho nuestra pertenencia a la Unión Europea; si bien hay que reconocer que la entrada en vigor del Acta Unica en 1993 y la transformación de la Comunidad en Unión Europea en el presente año impulsan aún más las posibilidades de desarrollo del Espacio Financiero Integrado europeo y refuerzan la necesidad de evaluar, con un nuevo enfoque, basado en el grado de eficiencia comparada, la posición de mercado y los resultados de las entidades financieras españolas en el horizonte mediato. Desde esta perspectiva resultan poco relevantes los «eurovaivenes» en la fijación de las fechas en las que habrán de alcanzarse las sucesivas etapas de la Unión Económica y Monetaria, ya que las entidades financieras operan *de facto* en un mercado global e integrado, en el que la principal incertidumbre es la de la consecución o no de la moneda única.

La adaptación de los bancos y cajas de ahorro españoles a un entorno tan competitivo como el descrito se ha ido produciendo ya de forma paulatina y satisfactoria durante los últimos años y, sobre todo, desde la fecha de nuestro ingreso en la CE; de tal modo que se han ido desdibujando las lindes legales y operativas que separaban la funcionalidad y el negocio de los diferentes tipos de entidades financieras y se han ido consolidando nuevos indicadores de evaluación de sus resultados, basados en la competitividad. Ya es de gene-

ral aceptación la idea de que la posición competitiva de una entidad financiera depende de su capacidad para implantar y desarrollar estrategias de negocio diferenciales, así como de la obtención de los objetivos propuestos en ellas con un mayor grado de eficiencia que los demás concurrentes a los mercados de operación.

A ese respecto, no es ocioso recordar que las funciones básicas del sistema financiero radican en la canalización eficiente del ahorro entre las unidades económicas con superávit y las unidades económicas con déficit, así como en la gestión igualmente eficiente del mecanismo de los pagos de la economía, lo que reclama de sus instituciones, mercados y activos financieros componentes una eficiencia de ámbito macroeconómico en los planos asignativo y operativo. La eficiencia global del sistema económico demanda asimismo de los intermediarios financieros una actuación eficiente de alcance empresarial, en la que la obtención de los objetivos con el menor empleo posible de recursos se convierte en el requisito de la propia supervivencia, habida cuenta de la cada vez más difícil traslación de costes en un entorno competitivo hacia los ahorradores o hacia los prestatarios, por la vía de los precios.

Pero si la competitividad es fácil de apreciar por sus resultados, no es tan fácil de definir de forma rigurosa e indubitada. Desde el punto de vista macroeconómico, se centra sobre todo en las ventajas comparativas en el plano internacional de las macromagnitudes económicas de un determinado país y en la posición de mercado que ocupe en él cada una de sus empresas o entidades financieras; pero desde la perspectiva microeconómica, constituye un fenómeno más complejo, que se asienta en la creación de valor por cada entidad. En primer lugar, para sus accionistas o titulares, pero también para sus clientes y sus trabajadores; esto es, para el mercado en su conjunto, explotando ventajas competitivas y manteniéndolas de cara al futuro mediante la creación de oportunidades rentables de negocio.

Los factores de competitividad de las entidades financieras (1) dependen así, como es obvio, de la competitividad de la economía nacional en su conjunto, y se ven afectados por el déficit público, el tipo de cambio, la tasa de inflación, el sistema fiscal o el sistema de relaciones laborales y los niveles de costes sociales y laborales. Pero estos factores no determinan *per se* la posición competitiva de cada entidad; constituyen tan sólo un marco de actuación en el que la búsqueda y uso de la información, la implantación de mecanismos de coordinación y la minimización de los costes de transacción justifican las diferencias intragrupos que se dan de hecho entre los resultados de los diversos componentes de bancos y cajas de ahorros. Ello se ha puesto de manifiesto especialmente en 1993, con motivo de la generalizada especulación de grandes capitales internacionales contra las monedas del SME sospechosas de devaluación o en relación con la persistente caída de los tipos de interés, que son sendos fenómenos que han repercutido de forma bien distinta en las cuentas de resultados de unas u otras entidades financieras, en los epígrafes respectivos de operaciones en divisas y cartera de valores y deuda, según sus actuaciones concretas e individualizadas para aprovechar esas oportunidades de negocio en un entorno igualmente restrictivo para todas las instituciones.

Por otro lado, la competitividad de las entidades financieras es fruto de su posición de mercado actual, que depende de la bondad de las estrategias de negocio, de productos y de mercados, implantadas previamente. Esta posición depende en gran parte de decisiones empresariales de índole organizativa y estratégica, en la medida en que hayan podido generar un «fondo de comercio» basado en la imagen de marca de cada entidad, en su cartera de clientes, sus redes comerciales, su capacidad directiva o su cultura empresarial, y siempre que dichas decisiones manifiesten una capacidad de crear valor para el mercado. Ahora bien, estos factores «intangibles», ni emergen con facilidad ni, una vez producidos, tienen garantizada su permanencia en el futuro, ante la variabilidad de las condiciones en las que se desenvuelve el negocio bancario, sujeto a una permanente innovación, cuyas realizaciones son fácil y rápidamente adoptadas por todos los competidores y abierto a la concurrencia de nuevas entidades, financieras y no financieras, ante el carácter contestable de los mercados de operación.

Finalmente, la competitividad depende de factores eminentemente empresariales, que se relacionan con la administración eficiente de los capitales humano, productivo y financiero por parte de cada

entidad. Y en este ámbito, en el que más directa y rápidamente se traducen las actuaciones de las entidades en cambios de su posición competitiva, es en el que resulta mayor la exigencia de un nuevo enfoque estratégico. En la vertiente de los recursos humanos, mediante la combinación de conocimientos y habilidades de las personas con la racionalización de los procesos decisionales y la utilización de sistemas de información, así como con las capacidades directivas y de organización. En la faceta del capital productivo o económico, por la vía de una eficiente combinación de activos y tecnologías, que racionalicen la dimensión global de la entidad de forma acorde con sus estrategias de negocio y la dimensión e implantación de las redes de oficinas operativas, así como difundan los sistemas de autoservicio entre la clientela. Y bajo la óptica del capital financiero, que constituye, en definitiva, la base del negocio de intermediación a través de una adecuada correlación de riesgos entre masas patrimoniales de pasivo y activo de igual funcionalidad, que salvaguarde la solvencia global de la entidad financiera y apueste al tiempo por la asignación eficiente del ahorro mediante el estudio riguroso de la calidad crediticia de los prestatarios.

La síntesis de este enfoque estratégico (2), mediante el cual las entidades financieras pueden abordar con éxito el reto de la competitividad, radica así en la eficiente administración de sus capitales (humano, productivo y financiero) desde la óptica de creación de valor para sus titulares y clientes, detectando y explotando su potencial de resultados futuros y manteniendo y aumentando sus ventajas competitivas. Para abordarlo, el énfasis debe ponerse en el esfuerzo de toda la organización y en el cambio de mentalidades, que deben regirse siempre por la valoración emanada del mercado financiero y por la eficiente canalización del ahorro en volúmenes, plazos y costes, hacia las colocaciones productivas, así como por la disponibilidad y utilización de las técnicas e instrumentos financieros adecuados.

En este sentido, sin embargo, todavía es muy grande la distancia que aún separa nuestro sistema financiero de las pautas de competitividad global que rigen en los países de la Unión Europea. El enfoque estratégico de las entidades financieras españolas en los años ochenta ha primado la «ingeniería financiera» sobre la «ingeniería organizativa», haciendo de las técnicas sofisticadas y de los productos financieros derivados el paradigma de la innovación, lo que ha conducido a una eficiencia del sistema financiero para sí mismo más que para optimizar su funcionalidad intermediadora para el sistema real de la economía. El reto pendiente de afrontar durante los años noventa por

las entidades financieras españolas es el del cambio organizativo: que flexibilice y reduzca su estructura de costes y traslade sus efectos a la financiación de nuestras empresas en condiciones no prohibitivas para la superación del ciclo bajista de la economía, caracterizado por tasas de rentabilidad económica reducida; y para fomentar el crecimiento y la creación de empleo mediante la financiación de las mayores inversiones que vienen exigidas hoy por la mayor dotación de activos fijos por unidad de trabajo típica de las economías industrializadas. De igual forma, la propia eficiencia empresarial de las entidades financieras reclama actuaciones estratégicas de ámbito interno que permitan adecuar la estructura y niveles de sus márgenes de resultados con los que ya imperan en las entidades europeas, que constituyen sus competidores naturales.

Tomando como referencia el último estudio anual disponible de competitividad comparada por países del World Economic Forum, la posición relegada que, en general, ocupa España entre los 22 países analizados resulta ilustrativa de las carencias de dirección y organización de las que adole-

cen nuestras empresas, financieras y no financieras, y de la orientación hacia la competitividad de las entidades financieras como un fin en sí mismo y no como un medio para la eficiencia y la competitividad de la economía española en su conjunto.

El cuadro número 1 recoge algunos factores del *management* de nuestras empresas que, en valores de los correspondientes indicadores y en lugar de orden de 1 (primer lugar del *ranking*) a 22 (último lugar posible), sintetizan carencias directivas y de organización. Falta de planificación a largo plazo y de estrategias (lugar 22), de utilización de sistemas de información para la dirección [22] y de relaciones de comunicación con los empleados [22] conllevan una deficiente administración de los negocios que se traduce en resultados igualmente mediocres de eficiencia, productividad y rentabilidad. De igual modo, hay que resaltar que nuestros empresarios viven ajenos a la apuesta por la calidad (lugar 19), a la orientación hacia la satisfacción de los clientes [21], a la innovación [20] y a la misma asunción de riesgos y a la iniciativa individual [21] que definen la actividad del emprendedor en una economía de mercado.

CUADRO NUM. 1  
THE WORLD COMPETITIVENESS REPORT

	España		Alemania		Francia		Italia		Reino Unido		Estados Unidos		Japón	
	Indicador	Rk	Indicador	Rk	Indicador	Rk	Indicador	Rk	Indicador	Rk	Indicador	Rk	Indicador	Rk
PIB por persona empleada (en \$ USA) (1991).....	41.806	14	38.929	16	54.217	2	51.028	8	38.955	15	48.576	10	52.544	6
Valor añadido por trabajador en la industria (en \$ USA) (1989).....	38.737	13	42.513	7	46.619	4	40.839	10	26.098	17	40.601	11	54.851	1
Productividad del capital (valor añadido por dólar invertido) (en \$ USA) (1991).....	4,15	18	4,63	15	4,86	12	5,06	11	6,03	3	7,76	1	3,16	22
Productividad del trabajo (valor añadido por empleado por hora) (en \$ USA) (1991).....	24,45	14	24,99	13	31,09	5	30,25	6	22,43	17	26,2	11	27,95	9
Coste laboral unitario en la industria, 1991 (moneda nacional, 1987=100).....	127	17	107	8	102	4	125	16	121	14	105	6	103	5
Beneficios empresariales (cifras altas indican que en 1993 serán elevadas).....	1,8	20	2,5	17	2,4	18	1,8	21	3,4	9	5,5	3	2,2	19
Empresariado e innovación (valores altos indican buen sentido por parte de los directivos) ...	4,9	20	6	10	5,7	12	6,2	7	5,2	18	6,2	8	6,7	2
Asunción de riesgos e iniciativa individual (valores altos indican que son apoyados y recompensados).....	4,3	21	5,8	6	4,9	17	5,4	8	5,5	7	7,6	1	5	15
Tamaño de las empresas industriales (número de empresas entre las 500 de Fortune por ventas).....	4	13	33	4	32	5	7	10	43	3	157	1	119	2
Tamaño de las empresas de servicios (número de empresas entre las 500 más grandes).....	16	7	44	3	31	5	15	8	43	4	139	1	113	2
Tecnologías de la información (valores altos indican que se explotan estratégicamente por las empresas).....	4	21	6,2	7	5,8	12	4,3	20	5,6	17	6,8	4	7	3
Orientación a largo plazo (cifras altas indican apoyo por la dirección a largo plazo).....	3,9	22	5,6	6	4,7	13	4,5	16	4,5	17	4,1	19	7,2	1
Relaciones laborales (cifras bajas indican que son generalmente frágiles).....	5,0	22	7,1	8	6,1	16	6,1	17	6,9	11	6,2	13	8,4	1
Relación precio-calidad de los productos (valores altos indican que son superiores a los competidores ex- tranjeros).....	3,8	21	6,4	2	5,4	11	5,4	12	4,4	19	5,8	7	8	1
Gestión de calidad total (valores altos indican que se aplica adecuadamente).....	4,7	19	6,6	5	5,6	12	4,7	18	5,2	17	5,9	10	8,7	1
Orientación hacia el cliente (valores altos indican el interés en satisfacer al cliente).....	3,8	21	6,2	4	4,8	14	3,9	19	4	18	5,5	9	8,7	1
Responsabilidad social (valores altos indican que se atiende adecuadamente).....	4,3	21	6,1	7	6,2	5	4,6	19	4,9	17	5,3	13	5,7	10

Fuente: World Economic Forum.

CUADRO NUM. 2  
THE WORLD COMPETITIVENESS REPORT

	España		Alemania		Francia		Italia		Reino Unido		Estados Unidos		Japón	
	Indicador	Rk	Indicador	Rk	Indicador	Rk	Indicador	Rk	Indicador	Rk	Indicador	Rk	Indicador	Rk
Tipo de interés real a corto plazo (media enero-diciembre mercado monetario).....	6,89	15	5,26	9	6,18	14	5,43	10	5,23	8	1,41	2	4,63	7
Coste del capital (valores bajos significan disuadir desarrollo empresarial).....	1,5	20	5,3	10	2,9	15	1,4	21	5,8	7	7	2	7,8	1
Sofisticación de los mercados financieros (valores bajos significan disuadir desarrollo empresarial).....	5,1	17	7,1	8	6,4	14	3,6	22	7,7	3	8	1	7	9
Fondos obtenidos en mercados internacionales (% del PIB) (1991)	0,82	22	1,06	20	2,41	12	1,44	17	3,4	7	1,06	19	2,12	14
Títulos internacionales emitidos (% del PIB) (1991).....	0,55	17	0,84	14	1,89	9	0,79	15	2,44	4	0,29	22	1,81	10
Obligaciones emitidas (por empresas no financieras en porcentaje del total nacional) ...	7,43	6	7,48	5	11,07	4	1,28	14	3,37	11	16,99	2	14,87	3
Facilidad de obtener créditos (valores altos indican facilidad de obtener créditos).....	4,4	16	7,5	1	4,9	15	3,7	19	5,1	14	6	10	6,3	7
Accesibilidad a los mercados de capitales (para extranjeros) (valores altos indican igualdad de acceso).....	8	11	8,6	3	7,5	17	7,3	19	8,4	6	7,9	13	6,8	22
Accesibilidad a mercados exteriores (valores altos indican no restricciones).....	7	18	8,7	4	7,7	16	6,5	21	8,3	10	8,2	13	8,3	9
Capital riesgo (valores bajos significan poco apoyo al desarrollo empresarial) ..	3,4	18	5,5	6	5,2	9	3,1	20	7	3	7,3	1	5,4	8
Factoring en operaciones internacionales (% de exportaciones) .....	0,41	11	0,81	4	0,48	8	0,71	5	0,5	7	0,24	13	0,18	15
Amortización de activos fijos (cifras bajas disuaden el crecimiento)	4,8	21	6,8	5	5,9	14	5,2	20	6,1	11	6,1	12	6,9	4
Capitalización bursátil (\$ USA per cápita) .....	1.789	18	2.827	14	3.522	11	1.313	19	10.847	3	8.829	4	13.667	2
Rendimiento de los mercados de valores internacionales (variación porcentual) .....	-24,9	19	-11,8	8	1	3	-24	18	-7,2	7	4,2	2	-22,1	15
Volumen de contratación en mercados de valores (millones de \$ USA) .....	40.591	11	818.603	3	118.218	5	43.307	10	317.866	4	2.254.983	1	995.939	2
Volumen de contratación en mercados de valores (per cápita).....	1.026	14	11.048	1	2.086	13	725	17	5.341	5	5.718	3	8.783	2
Número de sociedades cotizadas (interior) .....	433	8	667	7	839	6	348	9	1.915	3	6.742	1	2.107	2
Price earnings ratio (1992).....	8,7	21	14,3	14	15,8	13	21,5	9	19,7	11	22,7	6	38,9	5
Mercado de valores (cifras bajas significan no reflejar el valor de las empresas) .....	3,3	17	5,9	6	5,1	9	2,2	21	5,9	7	6,6	2	4,0	14
Riesgo financiero (abril 1993).....	41	19	47	5	44	12	40	20	44	12	48	3	50	1
Ratio de capital / activo de los bancos (1991) .....	6,32	3	3,1	20	4,06	18	5,4	7	4,96	12	5,25	10	3,54	19
Tamaño de los bancos (número de bancos entre los 500 mayores del mundo por activos).	20	5	48	3	19	6	36	4	15	7	74	2	103	1
Depósitos bancarios (\$ USA per cápita).....	13.555	12	18.546	3	15.811	7	13.311	13	7.451	16	5.562	17	52.074	1
Influencia de la banca en la industria (valores bajos significan influencia negativa en la industria) .....	5,1	14	6,9	3	5,4	12	3,1	19	4,7	16	6,3	7	6,7	5
Crédito bancario (crédito al sector privado, en % del crédito interior total).....	68,4	13	81,5	11	91,4	5	60,6	17	96	2	86,9	9	88,2	8
Autonomía de las instituciones financieras (valores bajos indican que es insuficiente para atraer capital) .....	6,2	15	8,1	2	5,6	17	4,3	20	7,6	7	7,4	8	6,8	13
Regulación de las instituciones financieras (valores bajos indican que es insuficiente para la estabilidad financiera) .....	6,3	16	8,3	1	7,3	12	5,3	21	6,7	14	6,9	13	7,3	11

Fuente: World Economic Forum.

En los aspectos específicamente financieros, el cuadro número 2 resulta igualmente ilustrativo. La posición comparada española es relevante en cuestiones tales como la *ratio* de solvencia de las entidades bancarias (lugar 3) o su dimensión [5]; pero se deteriora cuando de trata de comparar la financiación que dichas entidades otorgan al sector privado [16], o cuando se evalúan el papel del mercado de valores en la financiación empresarial, o la representatividad de la capitalización bursátil como valor de mercado de las empresas [18]. Cuando se profundiza, por último, en las repercusiones de todo ello en la estructura financiera y los resultados empresariales el deterioro es tan ostensible que España ocupa los últimos lugares del *ranking* en factores tales como el coste del capital [20], el riesgo financiero [19], la captación de fondos en

mercados internacionales [22], la disponibilidad de recursos de capital riesgo [18] o la posibilidad de amortizar los activos fijos empresariales [21], con lo que ello implica de cercenar las posibilidades de mantener y acrecentar la funcionalidad de la estructura productiva de nuestras empresas.

Aun admitiendo las limitaciones de la metodología empleada por el World Economic Forum, las conclusiones de esa comparativa no dejan demasiadas dudas sobre las percepciones iniciales acerca del disímil grado de desarrollo de nuestro sistema financiero y sistema real. El primero, ya sea en productos disponibles o en dimensión y solvencia de las entidades financieras, muestra una adecuada posición competitiva que, sin embargo, no ha redundado en beneficio de la que alcanzan las empresas no financieras. El efecto perverso de

esa diferencia radica en que la competitividad del sistema financiero parece haberse generado más por la traslación de posibles ineficiencias internas hacia el sistema real a través de los precios que por la implantación de estrategias de racionalización y control de costes en el ámbito de las entidades financieras. En esos términos, la competitividad y sofisticación del sistema financiero no sólo no encuentra reflejo adecuado en la competitividad de las empresas y sectores productivos, sino que la perjudica, por la vía de la generación de rendimientos elevados (acordes con primas de riesgo acrecentadas por la volatilidad de los productos financieros derivados y su cada vez mayor volumen), que disuaden la orientación del ahorro hacia inversiones productivas. El problema afecta, en última instancia, a las entidades financieras; su base de negocios es el sistema real, pero la inversión crediticia en éste se perjudica por su reducida rentabilidad económica y el elevado endeudamiento acumulado por las empresas y, por tanto, su elevado riesgo financiero; la traslación de menores tipos retributivos al pasivo o mayores tipos de interés al activo se ve imposibilitada, al propio tiempo, por la mayor competencia entre las entidades financieras. El corte de este nudo gordiano en la situación de crisis económica actual y ante las perspectivas de una cada vez mayor agudización de la competencia en el mercado integrado de la Unión Europea radica en la implantación de estrategias de racionalización y control de costes por parte de las entidades financieras.

El cuadro número 3 avala esa opinión acerca de la necesidad que tienen los bancos y cajas de ahorro españoles de abordar el cambio organizativo tanto para salvaguardar la eficiencia asignativa global del ahorro hacia la inversión productiva como para equiparar su estructura de costes a la que se encuentra vigente en las entidades financieras de

los restantes países de la UE, máxime en una situación como la presente en la que la magnitud y la rapidez de las reducciones en los tipos de interés se solapan sobre la persistente disminución de los márgenes financieros por la mayor competencia entre las entidades y sobre la creciente resistencia de los clientes a la repercusión cada vez mayor que se hace sobre ellos de los precios de otros productos ordinarios. La estructura tipo de la cuenta analítica de las entidades financieras de la UE ofrece una convergencia hacia unas cifras medidas sobre activos totales medios del 2 por 100 en el margen financiero, 3 por 100 en el margen ordinario, 1 por 100 en el de explotación y 0,5 por 100 en el resultado contable que, como es fácil apreciar a la vista del mencionado cuadro núm. 3, ya era casi un hecho en los países comunitarios en 1990 y quedaba bien alejada de las cifras que en ese año ofrecían nuestros bancos y cajas de ahorros. La comparación de dichos márgenes con los producidos en 1993 pone de manifiesto dos cuestiones igualmente relevantes: una, la rapidez con la cual se ha producido su reducción en nuestras entidades durante los últimos años, como resultado de la creciente competencia y de la crisis económica; y otra, la disparidad que aún subsiste entre las cuentas de resultados de nuestras entidades financieras y las de sus homónimas comunitarias en 1990, que exige de las primeras un esfuerzo todavía mayor y más rápido que el realizado hasta el presente en el control de costes para adecuarse a las pautas competitivas de la Unión Europea.

El reto de la eficacia y la competitividad que se plantea a las entidades financieras españolas en el horizonte del año 2000 por el Espacio Financiero Integrado requiere de ellas, adicionalmente, la coherencia entre su estrategia de negocio y su estructura organizativa. La propuesta de la estrategia supone una previa definición del negocio basada

CUADRO NUM. 3  
ESTRUCTURA TIPO DE LA CUENTA ANALITICA DE RESULTADOS  
EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS ESPAÑOLAS Y EN LAS DE LA UNION EUROPEA

	Bancos UE, 1990 (a)	Bancos España, 1990 (b)	Bancos (*) España, 1993 (b)	Cajas de ahorros UE, 1990 (c)	Cajas de ahorros España, 1990 (d)	Cajas de ahorros España, 1993 (d)
<b>Partidas cuenta analítica s/ATM</b>						
Productos financieros .....	9,53	12,12	10,31	7,38	11,03	11,05
- Costes financieros .....	7,26	8,08	7,67	4,96	6,67	7,19
MARGEN DE INTERMEDIACION .....	2,27	4,04	2,63	2,42	4,35	3,86
+ Otros productos financieros .....	0,98	0,72	0,64	1,29	0,25	0,44
MARGEN ORDINARIO .....	3,25	4,76	3,27	3,71	4,60	4,30
- Gastos de explotación .....	2,20	2,82	1,93	2,90	2,92	2,45
MARGEN DE EXPLOTACION .....	1,05	1,95	1,34	0,81	1,68	1,85
+ Dotaciones y saneamientos .....	-0,46	-0,43	-0,27	-0,19	-0,73	-0,88
RESULTADO CONTABLE .....	0,59	1,52	1,07	0,62	0,95	0,97

(\*) Sin incluir Banesto.

Fuente: (a) AEB; (b) CSB; (c) Agrupación Europea de Cajas de Ahorros; (d) CECA.

en el posicionamiento de cada entidad en la matriz producto-mercado, y su implantación efectiva, la elección de una estrategia entre las posibles, que, habida cuenta de los principios de universalidad y desespecialización que inspiran la segunda Directiva de Coordinación Bancaria, se basará en la mayor parte de los casos en la diversificación, relacionada o no, de productos y mercados. La adecuación subsiguiente de la estructura organizativa exige a su vez el diseño y revisión de la misma, en paralelo con el crecimiento de la organización, previa selección de la forma más acorde con la estrategia implantada, de entre las diversas alternativas que caben entre las formas extremas de banca universal y de banca federada. A ese respecto, sin embargo, debe recordarse que no hay reglas fijas, de tal modo que es la eficiencia del proceso de adecuación contingente entre estructura y estrategia la que valida la selección que realice cada entidad financiera en términos de sus resultados y su valor de mercado, lo que excluye, en cualquier caso, la apuesta por una u otra modalidad de estrategia u organización, sin tener en cuenta el momento temporal o el marco de actuación de cada entidad financiera.

## **2. EL SECTOR BANCARIO ANTE LA UNIÓN MONETARIA: PROBLEMAS ESTRATÉGICOS Y LOGÍSTICOS**

Además de a los problemas ya expresados, que sintetizan las causas del déficit de eficiencia y competitividad que aqueja a la economía española como consecuencia, entre otros factores, de un desarrollo no armónico entre la funcionalidad de nuestro sistema real y nuestro sistema financiero, las entidades financieras españolas se enfrentan a un marco de actuación prefigurado por el Tratado de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que introduce nuevas y más exigentes restricciones en su posicionamiento estratégico y nuevos problemas de índole logística que se asocian, principalmente, con la transición hacia un mercado financiero plenamente integrado y con una única moneda. En el plano estratégico se incluyen la vigencia de nuevas normas de actuación en el ámbito de relaciones con las autoridades monetarias y supervisoras, así como la implantación de nuevas reglas de instrumentación de la política monetaria; en el plano logístico, por su parte, las pautas de comportamiento del negocio bancario se verán afectadas por la reorganización de los mecanismos de compensación y liquidación del sistema de pagos, tanto minorista como de grandes pagos, y por la nueva operativa bancaria exigida por la transición hacia la moneda única y por la implantación efectiva de ésta, llegado el caso (3).

Aunque no es cuestión pertinente recordar ahora el detalle de las previsiones del Tratado de la Unión Económica y Monetaria, sí resulta oportuno insistir en los grandes rasgos que prefiguran la entrada en vigor desde principios de 1994 de su primera fase, que ya supone la creación de una de las instituciones comunitarias de nuevo cuño, el Instituto Monetario Europeo, así como la exigencia a los gobiernos nacionales de que financien sus déficit públicos en condiciones de mercado y la especial recomendación de que tales déficit no alcancen unas cifras excesivas; de igual modo, consolida la carta de naturaleza del libre movimiento de capitales y pagos entre los Estados miembros y entre éstos y terceros países. En una segunda fase se contempla la definición del marco normativo, la organización y la operatoria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, así como la aparición efectiva del Banco Central Europeo y del Comité Monetario. En una tercera fase, por último, que tomaría como referencia el inicio de 1999, habida cuenta de la práctica imposibilidad de que los criterios de convergencia se cumplan por la mayoría de países miembros en la primera fecha de evaluación de 1997, se establecerán las paridades rígidas e irrevocables entre las monedas del SME, que desemboquen en la moneda única, y adquirirán vigencia plena las funciones del Banco Central Europeo como autoridad de emisión y gestor último de la política monetaria y las reservas de divisas del sistema, así como las del Comité Económico y Financiero.

En ese calendario inicial de previsiones del Tratado de la UEM, la incertidumbre es la nota dominante, y tal vez sea ésta la mayor dificultad para el establecimiento actual de estrategias para abordar los problemas por parte de las entidades financieras. Además, la tradicional regulación del negocio bancario en los distintos países de la UE no desaparece, sino que se traslada al ámbito comunitario mediante la creación y funcionamiento de las nuevas instituciones monetarias y de supervisión prudencial (4), y es en esa transición entre los sistemas nacionales y el comunitario en el que pueden darse ventajas comparativas de algunos países sobre otros en materias tales como la aplicación de coeficientes de liquidez y solvencia a las entidades financieras, la fiscalidad diferencial de determinadas operaciones financieras en los diferentes países miembros (5) o la concurrencia de determinadas empresas o instituciones financieras no reguladas en la realización de actividades tradicionalmente intermediadas por bancos y cajas de ahorro.

Pese a tales incertidumbres, las instituciones financieras tienen que trabajar bajo el casi seguro

supuesto de la consolidación definitiva del proceso que ha ido transformando su entorno a lo largo de los últimos años, desde una dimensión puramente nacional hasta otra de ámbito europeo, en la que el tamaño de cada entidad constituye una variable de nivel que excluye o permite acceder a la operatoria transnacional y a los mercados internacionales de capitales, y en este aspecto es en el que debe profundizarse en la búsqueda estratégica de la dimensión óptima. Sobre este particular, es de aplicación el enfoque contingente de adaptación entre estructura y estrategia, ya comentado, puesto que esa mayor dimensión que viene exigida por el mercado financiero integrado, y que permitirá la actuación eficiente en él, podrá alcanzarse por cualquiera de las vías tradicionalmente reconocidas en la literatura especializada: expansión directa basada en el crecimiento interno; adquisición de entidades financieras en países terceros; o acuerdos de cooperación, que contemplen la colaboración comercial, el intercambio accionario o las fusiones. Cada entidad tendrá que encontrar su dimensión crítica, acorde con las estrategias de negocio a desarrollar, y acceder a ella por la vía que origine menores costes de adaptación.

La eficiencia alcanzada por el sector bancario español en este ámbito, a la que ya nos hemos referido, queda de manifiesto cuando se comparan los *rankings* internacionales que atienden tan sólo a la dimensión de los balances con aquellos otros que se

basan en indicadores de valor de mercado, ya sean de rentabilidad económica y financiera o de capitalización bursátil. Los primeros, en efecto, parecen mostrar todavía una débil posición competitiva de nuestras entidades, derivada de su escasa dimensión en la perspectiva comparada con sus competidores europeos; pero los indicadores de mercado matizan esa percepción tanto en lo relativo a la rentabilidad, ya sea nominal o real (descontado el efecto de la tasa de inflación), como en lo concerniente a los valores de mercado, que se recogen a efectos ilustrativos en el cuadro número 4.

Así, por ejemplo, con datos de 1991 (6), el Banco Popular Español ocupaba el lugar 205 mundial por activos, pero ello no era óbice para que alcanzase el primero por rentabilidad financiera real, al igual que sucedía con el Banco de Santander, en el lugar 96 por activos y en el tercero por rentabilidad real de sus recursos propios, o con el Banco Bilbao Vizcaya, en los lugares 66 o séptimo, atendiendo a iguales indicadores. En octubre de 1993, fecha a la que se refieren los datos del cuadro número 4, la clasificación de los bancos españoles en el *ranking* europeo de capitalización bursátil superaba también ostensiblemente la derivada de sus tamaños de balances como reflejo de que los precios de mercado y la rentabilidad no están condicionados por la dimensión y sí por la eficiencia del negocio. En dicha fecha, por ejemplo, el Banco Popular alcanzaba un ROE (Return On Equity) del

CUADRO NUM. 4  
CLASIFICACION DE LOS BANCOS SEGUN VALOR DE CAPITALIZACION BURSATIL  
(En millones de dólares)

1	Deutsche Bank.....	22,887	29	S-E Banken.....	3,368
2	UBS.....	22,664	30	Générale de Banque.....	3,263
3	Barclays Bank.....	13,627	31	Bank of Scotland.....	3,215
4	NatWest.....	13,168	32	Den Danske.....	3,140
5	Swiss Bank Corp.....	12,647	33	BCI.....	3,086
6	Lloyds Bank.....	11,177	34	Kredietbank.....	3,079
7	ING.....	10,475	35	CCF.....	2,715
8	CS Holding.....	10,373	36	AIB.....	2,631
9	ABN AMRO.....	9,976	37	Credito Italiano.....	2,456
10	Dresdner Bank.....	9,604	38	Compagnie Bancaire.....	2,271
11	Société Générale.....	9,050	39	Handelsbanken.....	2,162
12	Abbey National.....	8,728	40	BBL.....	2,059
13	Suez.....	8,163	41	Banco Exterior.....	1,848
14	Paribas.....	7,577	42	BCP.....	1,684
15	BNP.....	7,151	43	Bank of Ireland.....	1,608
16	BBV.....	6,155	44	Unidanmark.....	1,585
17	Central Hispano.....	5,860	45	Ambroveneto.....	1,574
18	Banco Santander.....	5,799	46	Bankinter.....	1,492
19	Commerzbank.....	5,737	47	Banca di Roma.....	1,448
20	Bayer Hypo.....	5,488	48	BNL.....	1,259
21	TSB.....	5,359	49	UBF.....	892
22	Bayer Vereins.....	5,301	50	KOP.....	822
23	Crédit Lyonnais.....	5,093	51	Banco Lariano.....	819
24	Royal Bank of Scotland.....	4,134	52	BNA.....	693
25	Banesto.....	3,871	53	Popolare di Milano.....	617
26	Mediobanca.....	3,526	54	Banca Toscana.....	535
27	Standard Chartered.....	3,522	55	Fidis.....	510
28	Banco Popular.....	3,492	56	Credito Commerciale.....	157

Fuente: «European Banker», octubre 1993.

25,7 por 100 y una *ratio* precio/valor contable de 2,2 veces; el Banco Santander, el 18,9 por 100 y 2,3 veces, y Bankinter, el 17,6 por 100 y 1,8 veces, en iguales y respectivos indicadores (7).

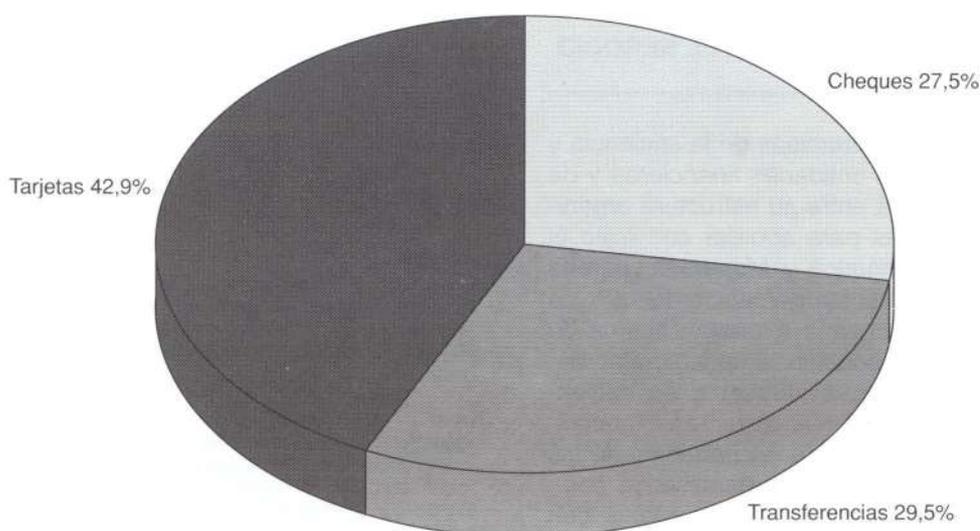
Atendiendo, no obstante, a la participación de las instituciones financieras españolas en los mercados internacionales de capitales, el nuevo enfoque estratégico en el marco de la UE exigirá de ellas un mayor protagonismo en cuestiones tales como la colocación de emisiones privadas y la diversificación y cobertura de las carteras de grandes inversores institucionales en dichos mercados, así como en la competencia con intermediarios financieros no bancarios y en la misma desintermediación propiciada por el progresivo acceso directo a los mercados internacionales de grandes empresas no financieras transnacionales. Todo ello, que es fiel reflejo de las nuevas condiciones de competencia que instaura el Tratado de la UEM, entraña nuevos esfuerzos de productividad y una definición clara de estrategias para las entidades financieras españolas si desean mantener ese lugar actual de privilegio en su posición competitiva.

Los problemas logísticos y organizativos adquieren asimismo una importancia acrecentada ante amenazas potenciales (8) como la menor fidelización de una clientela que podrá comparar los costes, rendimientos, calidad y seguridad de los servicios, tradicionales o nuevos, que se le ofrezcan; la unificación y disminución de las tarifas aplicadas a los pagos transfronterizos que, por la menor com-

petencia, han llegado a ser veinte veces superiores a las aplicadas a los pagos interiores, y el menor peso en la actividad minorista de las transacciones que originan cambios de monedas, lo que repercutirá en la disminución de saldos de baja remuneración, hasta el presente necesarios para diversificar saldos con los que atender pagos corrientes nominados en diferentes divisas, así como en la disminución de márgenes y comisiones aplicables a dichas operaciones y en el menor riesgo de cambio.

Al tiempo, y a pesar de que los pagos transfronterizos (9) representan en el momento actual tan sólo el 1,27 por 100 de las operaciones de pagos totales en la UE, el peso que tienen en su número las transferencias (118 millones de operaciones), cheques (110 millones) y tarjetas (171 millones), como se visualiza para 1992 en porcentajes del total en el gráfico núm. 1, hace que las entidades financieras deban replantearse sus estrategias de actuación frente a los sistemas de compensación y redes de medios de pago existentes, ya sea mediante la creación de una institución europea que agrupe los servicios nacionales de compensación y liquidación, ya a través de nuevas formas de adhesión a las redes internacionales de medios de pago existentes o ya mediante acuerdos de cooperación entre las redes nacionales implantadas por grupos de entidades en los diferentes países miembros que permitan minimizar las inversiones necesarias para la cobertura del mercado ampliado y aprovechar las ventajas de la especialización. La magni-

GRAFICO 1  
DESGLOSE POR MEDIOS DE PAGO EXTERIORES EN LA CE



Fuente: Federación de Bancos de la Comunidad Europea. Informe anual 1992.

tud de este problema queda bien de manifiesto si se recuerda la existencia en la UE de 3.000 bancos, 1.100 cajas de ahorro, 11.000 entidades de crédito cooperativo y 10 cajas postales, la mayor parte de los cuales, por su reducida dimensión, podrían quedar excluidos *de facto* de un mecanismo multilateral de pagos que no minimizase el coste de la liquidación y compensación de las operaciones.

Finalmente, la transición hacia la moneda única supondrá un ingente esfuerzo de tiempo y costes de adaptación para las entidades financieras, sea cual sea el modelo que se elija para alcanzarla desde las monedas nacionales: sustitución radical a partir de una fecha dada o coexistencia temporal entre una y otra moneda. En cualquier caso, los problemas de una circulación fiduciaria basada en monedas de doble valor facial, moneda nacional y ECU, y la contabilización del dinero bancario, ya sea en saldos diferenciados en dos denominaciones o en saldos únicos, denominados simultánea y biunívocamente en las dos monedas, representan transformaciones sustanciales en los registros y soportes de información bancaria y en los instrumentos financieros y la documentación contable, lo que repercutirá en unos elevados costes de transición y transformación y en un prolongado período de adaptación para el sistema bancario. Sólo si la organización de las entidades financieras es lo suficientemente flexible para afrontar el enorme esfuerzo de adecuación de los sistemas informáticos y para orientar la formación de su personal hacia los nuevos requerimientos de su uso podrá abordarse este cambio sin una penalización excesiva de sus cuentas de resultados y sin un deterioro ostensible de su posición competitiva.

### 3. ESTRATEGIAS DE FUTURO EN EL NEGOCIO BANCARIO

Una vez sentadas las premisas de la eficiencia y la competitividad de las entidades financieras y de la necesaria coherencia entre su estructura organizativa y sus estrategias para abordar con éxito el reto de la Unión Económica y Monetaria, parece oportuno detenerse en si las percepciones que los agentes del sistema bancario expresan acerca de las características del negocio a desempeñar durante los próximos años se ajustan a las del entorno previsible, porque de sus correctas expectativas se derivará la propuesta e implantación de las estrategias que justificarán la competitividad comparada de nuestras entidades financieras, y con ella la de la economía española en su conjunto, en el marco de la UE. Precisamente se dispone en la actualidad de un completo bagaje de conocimien-

tos a ese respecto, gracias a la labor de encuesta y análisis de mercado realizado durante los últimos meses por tres firmas de auditoría, Arthur Andersen, KPMG y Price Waterhouse, incidiendo en aspectos tales como la relación entre la banca y los mercados de capitales, los factores que configurarán el negocio bancario en el año 2000 y la oficina bancaria del futuro, respectivamente.

Según el estudio patrocinado por la firma Arthur Andersen (10) y realizado mediante el concurso de The Economist Intelligence Unit, las condiciones que regirán en el negocio bancario durante los próximos años confirman apreciaciones previas en relación con el entorno general de actuación prefigurado por la Unión Económica y Monetaria y abundan en las necesarias actuaciones estratégicas para el posicionamiento de las entidades financieras frente a los cambios esperados en la matriz productos-mercados. Una visión esquemática del estudio se recoge en el cuadro número 5 para confirmar que los agentes perciben con claridad las amenazas y oportunidades que procederán del entorno: desregulación y homogeneización de la actividad bancaria; disminución de márgenes por la acentuación de la competencia y la reducción de

---

#### CUADRO NUM. 5 EL FUTURO DE LA BANCA Y LOS MERCADOS DE CAPITALES EN EUROPA

---

##### Entorno general

- Reducción de los tipos de interés y de los niveles de inflación.
- Escepticismo acerca del logro de la Unión Monetaria.
- Armonización de la legislación comunitaria.
- Flexibilización y reducción de las plantillas laborales.
- Menor grado de intervención estatal.
- Reducción de las grandes redes bancarias.

##### Los mercados y los productos

- Enfoque de calidad total.
- Mayor aversión al riesgo.
- Incremento de la operativa en divisas y derivados.
- Las empresas acudirán a la financiación directa en los mercados de capital internacionales.
- Movilización de activos-fondos de titulación.
- Banca directa.
- Estancamiento del «leasing».
- Desarrollo de «bancassurance» y de la financiación de proyectos.
- Uniformidad en el cobro de comisiones.

##### Tecnología

La inversión en tecnología estará dirigida a:

- Mejora del servicio al cliente (*enfoque de calidad*).
- Mejora de la información (*enfoque de gestión*).
- Mejora de los procesos administrativos (*enfoque de productividad*).

##### Otros

- Mantenimiento de los niveles de morosidad y de los niveles de exigencia de las autoridades monetarias.
- Incremento del «outsourcing».
- Búsqueda de directivos con capacidad para la planificación estratégica.
- Presencia de los directivos en los Consejos de Administración.

Fuente: Arthur Andersen/Andersen Consulting.

---

los tipos de interés, y racionalización y control de costes de transformación por las vías de la flexibilización de plantillas y de la reducción del tamaño de las redes de sucursales.

Las estrategias a implantar en el futuro inmediato por las entidades financieras se refieren tanto a los mercados y los productos como a la tecnología, entendida como un factor individualizable de eficiencia en la administración de los recursos productivos. Resulta sintomático que los aspectos definitorios de dichas estrategias incidan en la cobertura de las carencias de competitividad que se manifestaban en el estudio comparado del World Economic Forum, por lo que supone de reconocer que éstas no han sido aún solventadas: ya sean la apuesta por la calidad total, que es vital en empresas de servicios; la mejora de los sistemas de información, tanto para la dirección como para el estudio de la rentabilidad por componentes desagregados del negocio, o el objetivo de eficacia de los procesos, más que el de las actividades desagregadas que los componen.

No obstante lo anterior, se trasluce en las opiniones de los agentes del negocio bancario que la eficiencia continúa siendo un fin en sí misma para las entidades financieras, ante una situación de crisis económica que se toma tan sólo como restricción del negocio, aunque aparezcan factores esperanzadores de cara a la más eficiente financiación empresarial bajo la forma de creencia en que se desarrollará la financiación de proyectos, tal vez como respuesta a la creciente desintermediación que propician las grandes empresas que concurren directamente a los mercados internacionales y mediante la consideración conjunta de las actividades financieras y de seguros, que induce a pensar en una valoración más completa de la posición global rentabilidad-riesgo en las empresas.

En cuanto a las nuevas técnicas en la oferta de productos y la prestación de servicios, los agentes bancarios abundan en la trascendencia que tendrán los productos financieros derivados, de forma paradójica con la constatación de una mayor aversión al riesgo de los mercados, ya que la experiencia reciente indica que dichos productos han introducido más apalancamiento y volatilidad en los mercados subyacentes que cobertura de riesgos en los productos originarios. Y en esa misma línea, los agentes apuestan también por la eficiencia interna, con la flexibilización de las actuales cargas de estructura mediante el mayor recurso al *outsourcing* y por la mejora de las capacidades directivas y la profesionalización de los consejos de administración.

Otra visión de esos mismos factores relevantes

que configuran el negocio bancario en la actualidad y de la prospección acerca de su vigencia ante el horizonte del año 2000 es la que ofrece el estudio de KPMG (11), que forma parte de una serie de informes iniciada en 1987 bajo el título de Global Capital Markets. El cuadro número 6 muestra la jerarquización otorgada por los agentes bancarios encuestados en este caso a los factores mayormente explicativos de la posición competitiva de cada entidad y sus tendencias esperadas, al alza o a la baja, desde 1992 hasta 1995 e incluso hasta el año 2000.

Es de resaltar de nuevo el papel primordial que se concede a la calidad de la dirección, a la demanda de los clientes y a la competencia interna en el sector bancario como elementos determinantes y de permanencia en la posición competitiva de las entidades financieras. Frente a ellos, factores clave en el momento presente, como la calidad crediticia de los prestatarios o la solvencia de las propias entidades financieras se estima que perderán importancia ante la mejora en las técnicas de evaluación del riesgo crediticio y la generalización y uniformidad de las normativas prudenciales de las autoridades supervisoras. Por contra, factores ahora menos relevantes adquirirán progresiva importancia, como la diversificación de las fuentes de ingresos, la tecnología y la desregulación, como resultado de la universalidad, la desespecialización y la globalización de los mercados de operación.

Las redes de sucursales de las entidades financieras, finalmente, constituyen hoy día las reminiscencias de estrategias de negocio inspiradas por el objetivo del crecimiento más que por el de la rentabilidad y la eficiencia, por lo que el tamaño y la funcionalidad de las oficinas operativas son el campo de actuación idóneo para generar economías de escala, con mayores garantías de éxito, en todo caso, que en lo relativo a la dimensión global de las entidades financieras.

La firma Price Waterhouse (12) es en este aspecto la entidad que ha abordado el estudio de la opinión de la banca minorista sobre sus sistemas futuros de distribución, para sintetizar los enfoques estratégicos que primarán en la tecnología, gestión y *marketing* de las redes de sucursales a lo largo de los próximos años. El gráfico número 2 sintetiza las principales conclusiones del estudio, poniendo el énfasis en la evolución que habrán de tener los aspectos de atención al público (*front office*) y de administración (*back office*) para que las oficinas actuales se conviertan en puntos de venta más eficientes.

En esas sucursales del futuro, la opinión de los agentes bancarios prefigura una relación con los

CUADRO NUM. 6  
FACTORES QUE CONFIGURAN A LOS BANCOS

	1992	1995	2000
Calidad de la dirección	1.º	1.º	1.º
Demanda de clientes	2.º	2.º	2.º
Competencia interna	3.º	3.º	3.º
Calidad del crédito de clientes	4.º	3.º	4.º
Calidad del crédito de la propia entidad	4.º	5.º	5.º
Competencia externa	4.º	6.º	6.º
Tecnología	7.º	6.º	6.º
Sobredimensión	8.º	8.º	8.º
Obtención de ingresos	9.º	9.º	9.º
Desregulación	9.º	10.º	10.º
Mejora de la calidad del crédito de clientes	~	~	~
Cambios en los flujos de capital	~	~	~

Fuente: KPMG.

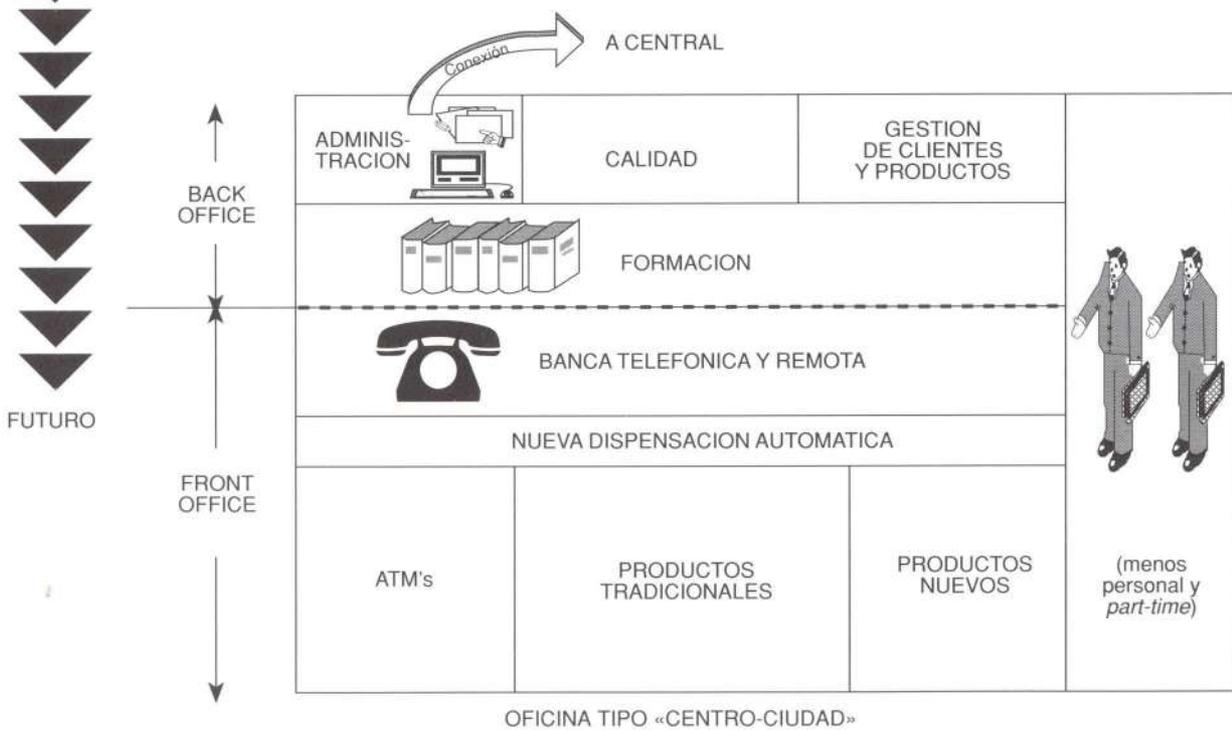
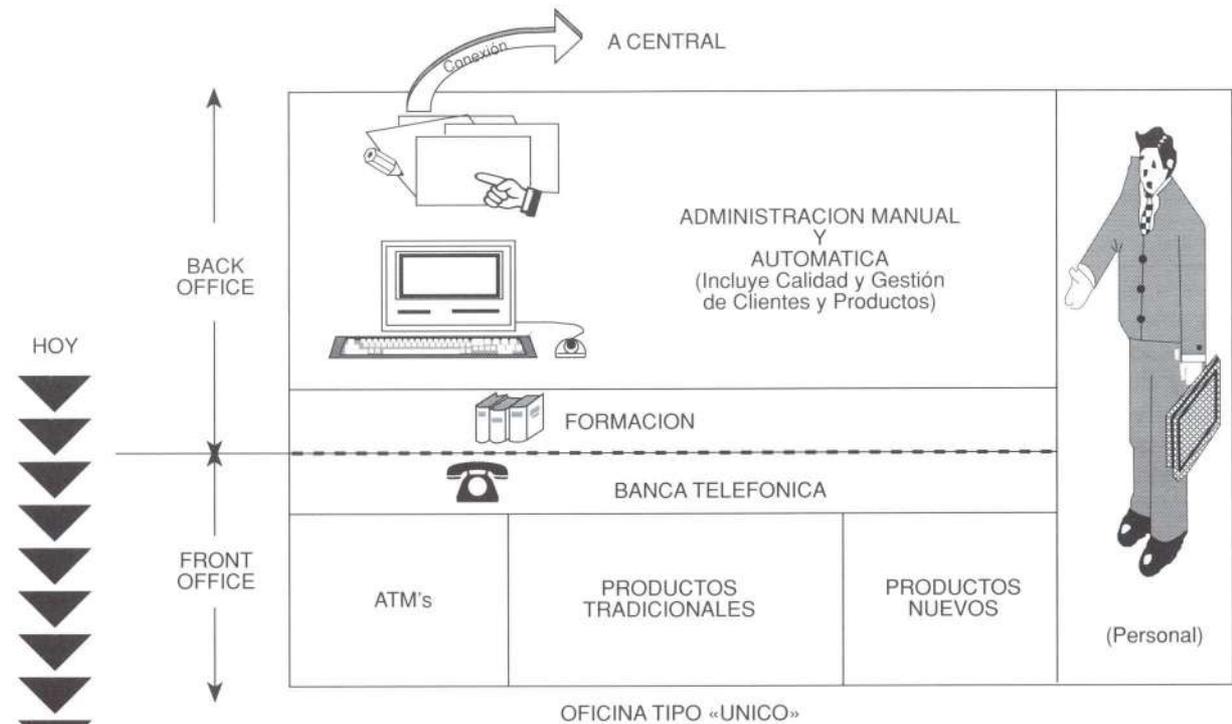
clientes que otorgará un peso a los productos tradicionales similar al que ahora tienen, pero que habrá de incrementar la oferta con nuevos productos, como vía de diversificación de las fuentes de ingreso y sobre todo aumentar sustancialmente los sistemas de autoservicio y banca telefónica y remota, aun sin perder la relación personalizada con los clientes que así lo deseen. En cuanto a la administración, se tenderá a reducir su peso en las oficinas, evitando duplicidades con los servicios centrales, con los que existirán conexiones directas e instantáneas de voz e imagen (13), incrementándose al tiempo la autonomía de la sucursal, que pasará a conceptuarse como unidad estratégica de negocio, capaz de fijar estándares de calidad, precios y utilización de recursos. Todo ello tendrá obvias repercusiones sobre el personal bajo la forma de reducción del número de personas por oficina, de aumento de las dedicaciones a tiempo parcial y de mayores requisitos de formación para la venta y la calidad.

Si se repasan ahora todos y cada uno de los factores que caracterizan el escenario futuro de la actividad de las entidades financieras, en la opinión de sus agentes, se puede afirmar que la propuesta de estrategias para abordarlo con éxito tiene un

elevado grado de permanencia con respecto a las que podrían haberse planteado al comienzo de los años noventa. El negocio bancario, en efecto, tenía entonces y tiene ahora que estar regido por unas estrategias de búsqueda de eficiencia interna y externa que incidan en (14): el reforzamiento de la calidad de los activos y en la adecuada gestión del riesgo financiero como facetas típicas de la intermediación financiera, que es su base; la proyección hacia el mercado por la vía de los sistemas de información de *marketing* y la utilización eficiente de las bases de datos de clientes; y el control de costes, la diversificación y maximización de los productos financieros y la optimización de los capitales propios, como fuentes de eficiencia y rentabilidad frente al mercado.

La síntesis final nos retrotrae de nuevo a los factores determinantes de la competitividad: la eficiencia y la creación de valor, cuya cadena de formación (15) se recuerda en el cuadro número 7. La competitividad de las entidades financieras ante el nuevo entorno, global, universal y desespecializado seguirá basándose en su posicionamiento estratégico frente a la matriz productos-mercados, bajo los principios de la creación directa de valor para el mercado mediante sus actividades externas de

GRAFICO 2  
LA OFICINA BANCARIA DEL FUTURO: RESUMEN DE CONCLUSIONES



Fuente: Price Waterhouse

**CUADRO NUM. 7**  
**LA CADENA DE VALOR AÑADIDO DE UN BANCO**

Sistemas de organización y gestión		
Recursos humanos		
Tecnología		
Desarrollo de productos		
Captación de fondos	Operaciones/ Marketing	Inversiones/ Servicios

Fuente: J. Canals (1990), pág. 200.

producción (desarrollo de productos) y venta (captación de fondos, realización de operaciones y *marketing* y colocación de recursos y prestación de servicios) y de la creación indirecta de valor por la vía de sus actividades internas de administración de los recursos humanos, económicos y financieros (organización, recursos humanos y tecnología). Tal vez la novedad del planteamiento radique en el énfasis que habrá de ponerse, en el marco integrado de la Unión Económica y Monetaria, en la traslación de la eficiencia interna hacia la del sistema económico nacional en su conjunto, como forma de garantizar no sólo el mantenimiento de las ventajas competitivas de cada entidad y la ya elevada eficiencia de nuestro sistema financiero, sino la competitividad de las empresas no financieras y la todavía reducida eficiencia de nuestro sistema real.

**NOTAS**

(1) Un «estado de la cuestión» de los diferentes factores que inciden en la competitividad de las entidades financieras, tanto desde el punto de vista macro como desde la perspectiva microeconómica puede consultarse en «Entidades financieras y competitividad», en *Papeles de Economía Española*, núm. 58 (1994).

(2) GARCIA ECHEVARRIA, S.: *El reto empresarial español. La empresa española y su competitividad*, Madrid, Díaz de Santos, 1989.

(3) Se sigue en este enfoque el tratamiento planteado por Asociación Española de Banca Privada: «Las consecuencias de la Unión Económica y Monetaria para la banca y los mercados financieros», en *Documentos de Trabajo de la AEB*, Madrid, 1993.

(4) La variada tipología de la reglamentación posible en materia financiera puede consultarse en OCDE: *Nouveaux défis pour les banques*, París, 1992, pág. 36.

(5) Precisamente en el tema de la fiscalidad del ahorro es en el que se detecta una absoluta carencia de dimensión comunitaria. Véase, al respecto, SCRIVENER, Hh.: «Fiscalité de l'épargne», en *EUFI Journal* (marzo 1994), págs. 3-6.

(6) IBCA: *Real Banking Profitability*, Londres, 1992.

(7) *European Banker* (octubre 1993), págs. 18 y 19.

(8) FAEMS, L., y HERMANS, V.: «Moyens de paiement et correspondent banking dans le nouvel espace financier européen», en *Revue de la Banque*, núms. 8-9 (octubre 1992), págs. 477-490.

(9) «Banks plead for time to improve», en *European Banker* (octubre 1993), págs. 13-14.

(10) ARTHUR ANDERSEN/ANDERSEN CONSULTING Y THE ECONOMIST INTELLI-

GENCE UNIT: *European banking and capital markets. A strategic forecast*, Londres-Nueva York, 1993. Existe asimismo una versión resumida y en castellano de dicho estudio bajo el título *La banca y los mercados de capitales en España y en Europa. Una perspectiva hacia el año 2000*.

(11) KPMG: *Banking to the Year 2000*, Londres, 1992.

(12) PRICE WATERHOUSE: *La oficina bancaria del futuro: cómo convertir la sucursal bancaria en un punto de venta más efectivo*, Madrid, 1993.

(13) Un ejemplo de esa oficina que permite compartir voz, imágenes y documentos, de forma directa e inmediata con los servicios centrales ya se encuentra en funcionamiento en las instalaciones de Alcobendas (Madrid) del Banco del Comercio, que participa como entidad española en un proyecto de «sistema integrado de información multimedia», cofinanciado por la Comunidad Europea, Telefónica I+D y un conjunto de empresas de *software* y comunicación. Véase, al respecto, *Fomento de la Producción* (marzo 1994), pág. 21.

(14) BOLLENBACHER, G. M.: *Bank Strategies for the 90s. How to Survive and Thrive in the Global Banking Shake-Out*, Dublín, Lafferty Publications Ltd., 1993.

(15) Originalmente planteada por Porter, la versión de la cadena de valor que aquí se refleja se atiene a la propuesta de CANALS, J.: *Estrategias del sector bancario en Europa. El reto de 1993*, Barcelona, Ariel, 1990.

# TENDENCIAS DE LA TESORERIA EN LA DECADA DE LOS NOVENTA

Raúl Vázquez y Carlos de Otto

## I. PRESENTACION

Con el patrocinio de la Caja de Ahorros de Navarra, Alpha Corporate, S. A. y Andersen Consulting han realizado un estudio mediante el método Delphi sobre las tendencias que los profesionales de las entidades de crédito y ahorro prevén para esta actividad en los próximos años.

Como es sabido, el método Delphi comienza con la recopilación anónima e individual de las opiniones y previsiones de los agentes afectados por los eventos en estudio. Los resultados obtenidos se dan a conocer a dichos agentes para que modifiquen o añadan los comentarios pertinentes y un grupo de expertos y técnicos revisa el estudio con el fin de completarlo con los comentarios e ideas que su experiencia pueda aportar.

Para realizar el estudio se han utilizado las respuestas recibidas de dieciocho bancos nacionales, veintiuna cajas de ahorros y seis bancos extranjeros operantes en el país. El estudio estadístico de los resultados obtenidos se presentó a un panel compuesto por una muestra representativa de las entidades encuestadas y un grupo de técnicos. El resultado ha sido publicado bajo el título «La Tesorería de las entidades financieras. La diferenciación estratégica».

## II. INTRODUCCION

La Tesorería de las entidades financieras que operan en España está siendo objeto de intensos cambios impulsados por el entorno competitivo exterior. Así, del enfoque tradicional que atribuía a la tesorería el papel de gestionar la liquidez de la entidad y dar servicios a las distintas áreas de la organización, dentro de un entorno poco competitivo, se ha pasado a considerarla como un negocio de fundamental importancia para la entidad y una pieza maestra dentro de la estrategia de gestión integral de balance y de presentación o mantenimiento de la posición competitiva en los segmentos institucional

y corporativo de la clientela, dentro de un entorno caracterizado por la alta volatilidad de los mercados, la intensidad competitiva y la creciente complejidad de la gestión.

## III. LAS FUERZAS DEL CAMBIO

### 1. La convergencia europea

El 7 de febrero de 1992 se firmaba el Tratado de la Unión Europea, cuya consecuencia más importante estaba llamada a ser la fijación irrevocable de tipos de cambio con vistas al establecimiento de una moneda única, el ecu, y, por tanto, se preveía llegar a la unión económica y monetaria a través de un sistema de cambios fijos y moneda única.

Dentro del Tratado se prevé como fecha inicial para la unión económica y monetaria el 1 de enero de 1997 y como última fecha el 1 de enero de 1999. Asimismo, se contempla una serie de condiciones que deben ser cumplidas por cada estado miembro para poder integrarse dentro del sistema de moneda única. En este sentido, se contempla la posibilidad de que una mayoría de estados miembros cumpla con las condiciones de convergencia y de paso a la tercera fase de la unión económica y monetaria creando la moneda única y otros, que no las cumplan, queden fuera del sistema. Por tanto, dentro del Tratado, se contempla la posibilidad de dos velocidades en el proceso de integración. De ahí que las preguntas del estudio en relación al impacto de la convergencia hayan sido realizadas considerando los dos posibles escenarios: integración de España en primera velocidad con los países que inicialmente cumplan las condiciones de convergencia o integración posterior.

Conviene recalcar que las preguntas se hicieron con anterioridad a la ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas integradas en el Sistema Monetario Europeo y con anterioridad a la extensión de un fuerte grado de pesimismo entre los agentes económicos en relación a la viabilidad del proceso de convergencia.

### A) *Concentración y subsistencia*

Si consideramos que el proceso de convergencia es una realidad, al margen de la velocidad con la que España pasará definitivamente a formar parte del mismo, al menos un 80 por 100 de las respuestas está de acuerdo en que los mercados y centros de contratación sufrirán cambios en cuanto a su importancia relativa.

Un 45 por 100 de entidades indica que, en el caso de que España entrara en primera velocidad, los mercados domésticos españoles podrían desaparecer con motivo de la concentración de los mercados en otras plazas financieras, frente a un 25 por 100 que piensa que se daría esta misma eventualidad en caso de entrar en segunda velocidad de convergencia. A pesar de que el principal peligro proviene de una entrada en primera velocidad, tal 25 por 100 debe interpretarse como una seria advertencia hacia dicha posibilidad, ya que, en efecto, podría generarse un desplazamiento de los capitales e inversores hacia otras plazas y dejar a los mercados nacionales como altamente ilíquidos e ineficaces, provocando la huida de los mismos por parte de los inversores domésticos.

Lo cierto es que, en cualquiera de las hipótesis de convergencia planteadas, la mayor parte de las respuestas apuntan por una concentración de los mercados, subsistiendo los mercados domésticos, pero especializados.

Una cuestión que merece ser planteada es la de cuál sería el motivo que provocase esta concentración, lo que lleva a plantearse la razón del atractivo de los distintos centros financieros domésticos y, en concreto, de los ubicados en España. Algunas de estas razones son:

- 1) La rentabilidad proporcionada por los valores negociados en estos mercados (rentabilidad final, incluyendo la corrección por diferencias de cambio) en relación al riesgo de estos valores.
- 2) La liquidez de los mercados.
- 3) El buen funcionamiento y organización de los mercados y de los agentes intermediarios.
- 4) La disponibilidad de instrumentos líquidos que permitan realizar coberturas sobre los activos negociados en los mercados.
- 5) La no existencia de barreras fiscales y/o legales que restrinjan o penalicen la libertad de movimientos de capitales entre mercados.

Lo cierto es que, según los expertos, los mercados españoles cumplen los requisitos básicos para seguir manteniendo su atractivo en el futuro, pero es necesario plantearse si tendrán productos que re-

sulten atractivos para seguir manteniendo su cuota de mercado actual.

### B) *Especialización en mercados domésticos*

Según un 70 por 100 de las respuestas, el mercado interbancario de depósitos español desaparecerá y se integrará en un euromercado interbancario, de estar España en primera velocidad de convergencia, frente al 15 por 100 de acuerdo con esta eventualidad para el supuesto de convergencia en segunda velocidad. Se apuesta mayoritariamente, en consecuencia, por un único mercado interbancario, siempre en el caso de existir moneda única y estar España integrada en ella.

Esta opinión tiene altos visos de verosimilitud, de producirse el fenómeno de la moneda única. La pérdida de autonomía de las autoridades monetarias nacionales en la disciplina, regulación e instrumentación de la política monetaria en favor del Banco Central Europeo llevará ineludiblemente a la constitución de un único mercado de depósitos interbancarios. Ahora bien, el problema radica en si este mercado único conlleva el desplazamiento de los flujos monetarios desde España hacia otros centros financieros.

La intensidad del proceso de concentración dependerá de la modalidad en la que el Banco Central Europeo instrumente sus decisiones de política monetaria y cambiaría. En la medida en que estas decisiones se canalicen a través de intervenciones centradas en grandes instituciones y/o pocos centros financieros, y las grandes decisiones se tomen al margen de los bancos centrales de los estados miembros, el grado de concentración será intenso y el desplazamiento de los flujos monetarios hacia el mercado o mercados sede de las intervenciones del Banco Central Europeo será masivo. De instrumentarse de esta manera la política monetaria, el mercado interbancario de depósitos español servirá para que las instituciones de menor dimensión puedan ajustar su liquidez.

En relación al mercado de deuda pública español, hay que empezar señalando que, conocido el *rating* del Reino de España, parte del atractivo de este mercado deriva del diferencial de tipos de interés con la deuda pública emitida por otros estados miembros. En otras palabras, parte de su grado de atractivo reside en el arbitraje entre el resultado pronosticado de la instrumentación de una política monetaria, cambiaría y presupuestaria frente a la previsión de resultados de la instrumentación de estas mismas políticas por otros estados.

Considerando que el proceso de convergencia

supone la pérdida de autonomía del gobierno español en la instrumentación de la política monetaria y cambiaria y, cuando menos, una fuerte limitación de la autonomía de la política presupuestaria (limitación de déficit públicos), habría que concluir que el grado de atractivo de la deuda pública española se reducirá notablemente, en tanto en cuanto que el potencial de ganancias derivado del juego entre diferencial de intereses y diferencial de cambio se limitará, cuando menos.

Adicionalmente, los gobiernos tenderán a emitir deuda en aquellos mercados donde exista mayor capacidad para la misma y menores costes directos de emisión, esto es, en los mercados más eficientes y líquidos.

Este conjunto de factores hace pensar que los mercados españoles de deuda pública y, por asimilación, los mercados de renta fija privada podrían sufrir importantes reducciones en favor de otros centros financieros, dependiendo su subsistencia de su capacidad de atraer a intermediarios financieros y clientes institucionales de pequeña y mediana dimensión o de su especialización en emisores sin capacidad de acceso a los grandes mercados financieros europeos.

### C) *Cambios en la estrategia de las tesorerías*

Si todavía puede afirmarse que en los mercados de capitales españoles existe un cierto déficit de transparencia, el cual se materializa en la no siempre correcta valoración de las emisiones y en el funcionamiento de las colocaciones de valores en ocasiones dirigidas por acuerdos previos más que por consenso del mercado, estos fenómenos tenderán a desaparecer.

En efecto, aun en la peor de las hipótesis de convergencia, un 65 por 100 de las respuestas indica que la actividad de *trading* se basará, para apreciar las emisiones y realizar la distribución de papel, en la calidad crediticia de los emisores y en la liquidez de éstos. El grado de acuerdo llega al 80 por 100 de los encuestados en el supuesto de convergencia española en primera velocidad. Por tanto, una primera conclusión que puede extraerse del impacto de la convergencia sobre los mercados es que contribuirá a mejorar su transparencia y eficiencia.

¿Cómo impactará esta mayor transparencia en la estrategia de negocio de las tesorerías? Inicialmente, la mayor transparencia redundará en menores márgenes de negocio y en una mayor especialización de los intermediarios financieros. En la actualidad, la existencia de márgenes de negocio en ocasiones abultados, ha permitido la subsistencia de un gran número de operadores actuando, por lo general, en todos los escalones de los mercados:

originación en mercado primario, distribución y *trading* mayorista y distribución minorista. Además, estos mismos operadores tienden a actuar con un grado de intensidad similar con todos los productos de los mercados domésticos: deuda pública, renta fija privada, pagarés de empresa, productos derivados, etc.

La contracción de márgenes, adicionalmente determinada por la institucionalización de la demanda, no hará rentable la operativa en todos los escalones y/o con todos los productos negociados en los mercados. Ello obligará a una mayor especialización basada en la explotación de la ventaja competitiva de cada entidad. Tan sólo las entidades con capacidad de originación y distribución transaccional podrán jugar a ser «globales» y participar activamente en todos los segmentos de los mercados: su estrategia se basará más en volumen y precio que en segmentación y especialización. En relación a esta circunstancia, tan sólo un 15 por 100 de las respuestas recibidas, en cualquiera de las velocidades de convergencia española, se manifestó en desacuerdo con la evolución hacia la especialización.

Por otra parte, la «globalización» de los mercados y la concentración del negocio en torno a determinadas plazas financieras desplazarán la operativa de *trading* e intermediación hacia los valores emitidos en el euromercado y las grandes plazas financieras europeas, en detrimento de los valores cotizados en los mercados domésticos españoles (70 por 100 de respuestas que sustenta esta afirmación en el caso de convergencia española en primera velocidad y 35 por 100 en el caso de entrar en segunda velocidad). Esto obligará a las entidades financieras españolas que aspiren a ser «globales» y a no perder cuota de mercado en España, a posicionarse en el euromercado y en los principales centros financieros internacionales con la finalidad, por una parte, de poder acceder al mejor papel en las mejores condiciones de mercado y, por otra, con la intención de incrementar su capacidad de distribución en el segmento institucional y corporativo.

Por último, un 60 por 100 de los encuestados cree que se producirá, en el caso de convergencia española en primera velocidad, una pérdida del atractivo de arbitraje entre divisas al disminuir el número de éstas; por el contrario, se incrementará el negocio de arbitrar *ratings* o diferenciales de calidad crediticia entre mercados (45 por 100 de acuerdo en el caso de convergencia en segunda velocidad).

## 2. El entorno competitivo

### A) *Intensidad de la competencia*

Uno de los factores de mayor importancia para detectar el grado de competencia es considerar si la

estructura de los oferentes de productos de tesorería es o no amplia, esto es, si los participantes en el estudio juzgan que el número de participantes activos en el mercado nacional e internacional es alto o limitado.

Pues bien, un 28 por 100 de las respuestas opina que el número de participantes activos en el mercado nacional es alto, un 52 por 100 que medio y un 20 por 100 que bajo, frente a estos mismos parámetros aplicados al mercado internacional que nos darían un 42, 25 y 33 por 100, respectivamente.

Una primera conclusión que cabe extraer es que se considera que el mercado doméstico español tiene una intensidad de la competencia menor que los mercados internacionales, al menos por el lado de la estructura de la oferta. Por otro lado, al considerar el número de participantes activos como medio, cabe pensar que las amenazas de nuevas entradas es potencialmente alta. Lo cierto es que, en los dos últimos años, se han producido ya importantes entradas de entidades financieras inglesas, suizas, japonesas, alemanas y francesas, la mayor parte de ellas con proyectos en las áreas de tesorería y mercado de capitales y que se espera, cuando vea la luz la nueva articulación jurídica de libertad de establecimientos financieros, la entrada de un reducido número de nuevas entidades.

En cuanto a cómo ven los participantes en el estudio el número a futuro de entidades activas en el mercado financiero español, un 59 por 100 piensa que éste se incrementará, un 11 por 100 que se mantendrá igual y un 30 por 100 que se reducirá. Estos mismos porcentajes para los mercados internacionales serían del 60, 20 y 20 por 100. Por tanto, se considera un notable incremento de la competencia, por el lado de la oferta, en el próximo futuro.

Por el lado de la demanda de productos y servicios financieros, si bien se piensa que se producirá un notorio incremento de la demanda de productos por parte de la clientela, según opina un 98 por 100 de los encuestados, este incremento vendrá sobre todo motivado por la demanda de la clientela institucional y, consecuentemente, se incrementarán el poder negociador de la demanda y, en definitiva, la intensidad competitiva.

Como tercer factor a considerar para medir la intensidad competitiva, se encuentra la potencial aparición de productos sustitutivos. Como ya se ha indicado, el proceso de convergencia podía acelerar la intensidad de la sustitución de productos negociados en los mercados domésticos por productos negociados en mercados internacionales.

Por último, conviene señalar que la amenaza de nuevos competidores no se limita a la entrada de entidades financieras, sino que determinados segmen-

tos del mercado de tesorería pueden verse atacados por entidades parabancarias, tales como los FIAMM, que, en la práctica, proporcionan servicios de tesorería sustituyendo a las mesas de las entidades financieras.

Este conjunto de factores permite concluir afirmando que, si actualmente los mercados financieros tienen un grado de competencia medio, es previsible que en el futuro la intensidad de la misma se agudice y, en definitiva, se vean afectados los márgenes de negocio.

#### B) *Disminución de márgenes de negocio*

Pese a que se producirá una fuerte intensificación de la competencia, las respuestas recibidas apuestan mayoritariamente por un mantenimiento de los márgenes de negocio. En efecto, tan sólo un 10 por 100 de las respuestas apuesta por un incremento de los márgenes de negocio frente al 60 por 100 que apuesta por su mantenimiento y un 30 por 100 que apuesta por la reducción.

De acuerdo con el panel de expertos, esta información cabe interpretarla como que, en efecto, los márgenes se mantendrán o reducirán ligeramente sobre la base de que se incrementará el proceso de especialización, esto es, que una parte de los intermediarios que desarrollan una actividad global pasarán a actuar exclusivamente en segmentos específicos de los mercados, con lo cual liberarán de intensidad competitiva otros segmentos del mercado.

Por utilizar ejemplos referidos a mercados más maduros (verbigracia, el euromercado), inicialmente se producirán entradas en el mercado que originarán una fuerte competencia y una contracción de márgenes, que obligarán a una parte de las entidades a especializarse o abandonar el mercado, lo cual, a la larga, conseguirá restablecer el equilibrio de márgenes, quizá en un nivel algo inferior al histórico.

Si analizamos con más detenimiento en qué productos y tipologías de negocio se piensa que la reducción de márgenes será mayor, podemos alcanzar las siguientes conclusiones:

- Se apuesta por que las mayores reducciones de márgenes se den en el segmento de intermediación minorista con productos tradicionales (letras del Tesoro, deuda pública y renta fija privada con un 59, 56 y 47 por 100, respectivamente) y en productos interbancarios sofisticados de distribución corporativa e institucional (permutas de tipo de interés en pesetas y moneda extranjera con un 47 y un 40 por 100, respectivamente).

- Las menores reducciones se opina que se darán en el segmento de intermediación mayorista o *trading* interbancario con productos tradicionales, en la operativa con derivados negociados en mercados organizados y en la operativa con valores denominados en moneda extranjera (en ambos segmentos).

- Los mayores incrementos, aunque no significativos, se opina que se darán en productos derivados negociados en mercados *over the counter* (OTC), tales como opciones en divisa y *currency swaps*.

Las principales conclusiones que pueden extraerse de estas respuestas son que: en primer lugar, a mayor transparencia del mercado, márgenes más reducidos, y a la inversa, a menores transparencia y liquidez, mayores márgenes; en segundo lugar, cuando el poder negociador de la clientela es escaso, aunque el mercado sea transparente, los márgenes son abultados (así, en el caso de letras del Tesoro y deuda pública), y, por último, cuanto más novedoso o menos maduro se encuentra un mercado, mayores son los márgenes de negocio que se pueden extraer del mismo, y a la inversa.

### C) *Identificación de la competencia*

Los resultados para cada segmento identificado de entidad financiera serían los siguientes:

- Bancos nacionales: un 75 por 100 de las respuestas de éstos considera que sus tesorerías están sometidas a un nivel de competencia actual alto o muy alto con respecto a los cinco grandes bancos nacionales, e igualmente alto para el 60 por 100 de los bancos nacionales encuestados con respecto a la banca extranjera. De cara al futuro, dicha competencia se mantendrá para el 50 por 100 de las respuestas o incluso aumentará para el 40 por 100. La competencia actual con las grandes cajas y bancos medianos se mantiene en niveles moderados, mientras que para el resto de cajas y bancos la competencia es mínima. Llama la atención el fuerte incremento esperado para el nivel de competencia con las grandes cajas (crecerá para un 60 por 100 de bancos encuestados).

- Cajas de ahorro: las cajas encuestadas declaran altos niveles de competencia con los cinco grandes bancos y las grandes cajas en un 65 y 55 por 100, respectivamente, niveles que crecerán en el futuro de manera destacada. Respecto a la competencia con el segmento de banca extranjera y quizá porque la muestra combina cajas grandes con cajas medias, las respuestas oscilan entre valores altos o mínimos de competencia, siendo pocas las respuestas de valoración media. La evolución será, en cualquier caso, creciente. Del resto de segmentos,

salvo los niveles medios de competencia con la banca mediana, las cajas declaran niveles bajos, que se mantendrán en el futuro.

- Bancos extranjeros: los bancos extranjeros que han respondido a esta encuesta mantienen niveles muy altos de competencia con los cinco grandes bancos y dentro de su propio segmento (70 y 100 por 100, respectivamente) y esperan ver incrementado dichos valores, como afirman dos tercios de respuestas. El nivel de competencia con grandes cajas y bancos medianos es moderado y, sin embargo, vuelve a apuntarse a un alto crecimiento del nivel de competencia con respecto a las grandes cajas (para el 100 por 100 de respuestas). No es así con respecto a los bancos medianos. El resto del espectro mantiene niveles de competencia mínimos o inexistentes y no modificarán dicha situación.

En resumen, puede afirmarse que la posición competitiva más fuerte actualmente en el mercado español es la mantenida por la banca extranjera y la gran banca nacional, los cuales adicionalmente se ven entre sí como los principales competidores en el presente y a futuro. Destaca por el nivel competitivo que se cree que pueden tener a futuro, el de las grandes cajas, temidas tanto por los grandes bancos nacionales como por la banca extranjera.

## 3. La tendencia de los mercados

Junto con el proceso de convergencia y el entorno competitivo, la mayoría de participantes en anteriores estudios resaltaron como otra importante fuerza del cambio la tendencia de los mercados financieros, que si bien inicialmente puede considerarse como un factor inducido o resultante de la presión ejercida por la demanda de la clientela y el entorno competitivo, en la práctica es activa como factor autónomo, ya que se ha comprobado que desborda los propósitos de los agentes del mercado y, por sí misma, actúa como elemento del cambio.

### A) *Tendencias genéricas de los mercados*

Según las respuestas recibidas por los encuestados, los mercados financieros españoles se aprecian como de media liquidez y estandarización, poco internacionalizados y con una razonable transparencia e integración. Por el contrario, los mercados financieros internacionales se ven como más líquidos, estandarizados e internacionalizados, con un nivel parecido de transparencia e integración a los nacionales y más innovadores.

La principal tendencia a futuro que experimentarán los mercados españoles, según un 98 por 100

de las respuestas, será el incremento de su internacionalización seguida de la estandarización (95 por 100) y la transparencia (90 por 100).

#### B) *Impacto de las tendencias en el negocio*

Las tendencias de los mercados que producirán un aumento en la actividad de Tesorería serán, sobre todo, el incremento de los productos de fuera de balance (65 por 100 de acuerdo, según las respuestas recibidas), el aumento de la desintermediación y de los productos asociados a ésta (40 por 100 de acuerdo) y el aumento del balance en divisa o internacionalización del balance (20 por 100 de las respuestas piensa que el incremento será muy alto frente a un 55 por 100 que piensa que será medio).

Por el contrario, tan sólo un 20 por 100 de los encuestados piensa que la titulización tendrá un crecimiento importante o significativo en el negocio de las tesorerías, lo cual resulta sorprendente si se considera la importancia que este negocio tiene en otros mercados domésticos (por ejemplo, el americano) y la vía elegida por el legislador español para la regulación del mercado, que dirige éste hacia la colocación institucional de las obligaciones hipotecarias.

En cualquier caso, el previsible incremento de la desintermediación y de la negociación de productos derivados y la canalización de la distribución de los instrumentos derivados de esta operativa hacia el segmento institucional y corporativo de la clientela provocará en las tesorerías una contracción de márgenes y la necesaria especialización de éstas.

#### C) *Grado de atractivo de productos y negocios*

El producto más utilizado por las tesorerías encuestadas ha resultado ser el depósito interbancario. Un 70 por 100 de las tesorerías bancarias que han respondido al cuestionario afirma que lo utilizan muy habitualmente, y ello porque, aun cuando la tesorería no se considere como una unidad de negocio, las funciones de invertir u obtener la liquidez sobrante o necesaria de las entidades se canaliza primariamente por medio del mercado de depósitos interbancarios. En parte con la misma finalidad y como «segunda línea de liquidez» se suele utilizar el *stock* de letras del Tesoro, y, en efecto, este es el segundo instrumento más activo en las tesorerías (lo utiliza muy habitualmente otro 70 por 100 de las tesorerías participantes). Adicionalmente, la letra del Tesoro, junto con los bonos y obligaciones del Estado, se utilizan como instrumento de colocación de puntas de tesorería empresariales en su modalidad *repo* o simultánea y como producto para la captación de pasivo del cliente minorista. Esto explica que la deuda pública, como producto de desintermediación, ocupe el cuarto lugar entre los productos más activos de las tesorerías y se declare su utilización

muy habitual por un 55 por 100 de los encuestados. Como además es el instrumento preferido para realizar los posicionamientos de las entidades, por tener largas duraciones que permiten multiplicar en los precios los efectos derivados de desplazamientos en las curvas de tipos de interés, se entiende que la deuda pública, como activo más dedicado al *trading*, ocupe el tercer lugar entre los instrumentos más utilizados y un 45 por 100 de los encuestados indique que lo utiliza muy habitualmente.

Por otro lado, con la finalidad de prevenir y cubrir las carteras de deuda pública ante el riesgo de mercado, las tesorerías utilizan, cada vez con más frecuencia, instrumentos derivados bien negociados en MEFF, bien en el sistema de anotaciones en cuenta. En este sentido, los futuros sobre deuda son el décimo instrumento más utilizado por las tesorerías bancarias y de un 60 por 100 de los tesoreros encuestados que lo utiliza, declara utilizarlo muy habitualmente un 25 por 100 y con cierta frecuencia un 35 por 100, si bien en este caso existe un 30 por 100 de participantes que afirma no haberlo utilizado nunca.

El tercer instrumento preferido por las tesorerías para realizar posicionamientos es la moneda extranjera, si bien, en este caso, habría que considerar adicionalmente, dentro del apartado de negociación, las operaciones que se realizan utilizando moneda extranjera, pero con la finalidad de fabricar pesetas o colocar pesetas (operaciones *swap*). En efecto, un 70 por 100 de las respuestas dice utilizar posiciones de contado en divisa para la realización de posicionamientos de forma habitual o muy frecuente, frente a un 65 por 100 que utiliza posiciones de plazo en moneda con esta misma frecuencia. Dentro de la operativa en moneda extranjera también destacan las operaciones de compra-venta de divisa a contado y plazo (seguros de cambio) realizadas con la clientela, utilizadas por el 95 y 90 por 100, respectivamente, de las tesorerías con su clientela, normalmente corporativa. Por contra, las opciones en divisa son tan sólo utilizadas por un escaso 20 por 100 de las tesorerías participantes y nunca se han utilizado por el 40 por 100 de éstas.

Por último, el instrumento más utilizado fuera del circuito de la deuda pública, mercado interbancario y servicio en moneda extranjera, es el pagaré de empresa, que ocupa el octavo lugar dentro de los productos más activos utilizados por la tesorería y es utilizado con mucha o bastante frecuencia por un 60 por 100 de los encuestados.

#### D) *Potencial futuro de productos y negocios*

Dentro de los productos tradicionales denominados en pesetas, se observa un mantenimiento de los

productos más utilizados actualmente: depósitos interbancarios, deuda pública y letras del Tesoro (desintermediación y negociación) y una fuerte alza en la utilización de pagarés de empresa y renta fija privada. Para que esto fuera posible sería necesario que ambos mercados tuvieran una mayor profundidad y, en definitiva, que parte del ahorro privado español se canalizase hacia estos mercados, generando demanda sostenida de papel. A su vez, esto sólo será factible si se produce una contención del déficit público o se amplía la demanda exterior de papel español o, por último, se producen incrementos muy notables de la tasa de ahorro de las economías familiares españolas.

En relación a los productos tradicionales denominados en moneda extranjera, se observa, asimismo, un mantenimiento de los productos más utilizados actualmente (compra-venta a contado y plazo como elementos de posicionamiento y servicio a la clientela y depósitos interbancarios) y un fuerte crecimiento de los títulos-valores denominados en divisa. En concreto, un 90 por 100 de las respuestas cree que la operativa de *trading* con títulos en moneda extranjera tendrá un crecimiento alto o moderado y un 85 por 100 piensa que la desintermediación con estos valores tendrá ese mismo crecimiento. Debe, en cualquier caso, destacarse que este fenómeno sería contradictorio con el expuesto al hacer referencia a los pagarés y renta fija privada, ya que una reordenación de la composición de las carteras en favor de los títulos en moneda extranjera, ineludible por otro lado en un contexto de convergencia, se haría en perjuicio de dichos valores y, en definitiva, salvo drásticas reducciones en los déficit públicos, conllevaría una disminución en la demanda de valores privados denominados en pesetas.

En cuanto a los derivados sobre divisa, se observa un crecimiento muy importante en la utilización de opciones y *currency swaps*, tanto como instrumento de posicionamiento como de servicio a la clientela. Por tanto, se apuesta por una progresiva sustitución del seguro de cambio en favor de las opciones sobre divisas. En este sentido, se puso de manifiesto, en el Panel de Expertos, la resistencia por parte de los tesoreros corporativos al pago por anticipado de las primas de las opciones, prefiriendo modalidades tales como los «túneles coste cero», los cuales, según comentarios de los panelistas, son la opción más cara y de mayor riesgo que puede tomar una tesorería corporativa.

Por último, y en relación a los derivados sobre tipo de interés, se constata la consolidación de los productos actualmente más utilizados como instrumentos de posicionamiento y cobertura de riesgos de carteras (FRA's y futuros sobre bono nocional) y destaca un fuerte incremento en la utilización del

resto de derivados sobre tipos de interés y, en especial, de los futuros sobre MIBOR (sustitutivo del FRA) e *interest rate swaps* (IRS). En concreto, un 85 y un 80 por 100 de las respuestas respectivas creen que sus expectativas de crecimiento son altas o moderadamente altas.

#### E) Factores de desarrollo de productos derivados

Los mercados internacionales de productos derivados han tenido un desarrollo impresionante en los años ochenta, de tal forma que no ha sido extraño encontrarse con el fenómeno de que se negociaran más contratos de derivados sobre un producto subyacente que contratos sobre este mismo subyacente. Junto con la generalización de su uso han empezado a aparecer en los mercados productos de segunda y tercera generación que o bien combinan distintos productos derivados entre sí (por ejemplo, *swaptions*, combinación de una opción y un *swap*) o bien son diversas combinaciones con un solo producto derivado (por ejemplo, *digital options*).

En España, los primeros instrumentos derivados, los IRS, empezaron su negociación interbancaria a mediados de los años setenta, pero no fue hasta 1990 cuando aparecieron los mercados organizados de productos derivados sobre futuros (MEFFSA) y opciones (OM Ibérica).

En la actualidad, puede hablarse de un núcleo del mercado plenamente consolidado y con amplia liquidez, compuesto básicamente por FRA's (estandarizados y libres), futuros sobre bono nocional y futuros y opciones sobre IBEX; una segunda línea del mercado con aceptable liquidez y en vía de consolidación, compuesta por los IRS y futuros sobre MIBOR, y, por último, una línea de mercado compuesta por los productos aún pendientes de consolidación, básicamente las opciones sobre divisa OTC (una vez desaparecida de MEFF la negociación de futuros sobre divisa), las opciones sobre deuda y MIBOR, las opciones sobre acciones individuales y el resto de instrumentos más o menos exóticos (*swaptions*, *caps*, *collars*, *floors*, etc.).

Dentro del estudio se ha abordado la problemática referida a los factores que más impulsan o dificultan el desarrollo de los productos derivados. El factor citado como de mayor impulso por las tesorerías para el desarrollo de estos mercados es el de su flexibilidad para la cobertura de riesgos financieros; curiosamente, sus otras utilidades, esto es, la facilidad para especular o realizar arbitrajes, figuran tan sólo en las posiciones quinta y séptima de las preferencias de los tesoreros, lo cual nos da idea de que su utilización preferente no es la de realizar posicionamientos o arbitrajes, sino la de cubrir riesgos de

carteras. Esto se ve confirmado por el segundo factor citado como elemento de desarrollo de estos mercados, que es la ausencia de riesgo de contrapartida que entraña la operativa con productos derivados, cuando se opera en mercados regulados.

Por el lado de los factores que dificultan su desarrollo, los citados como más importantes son la necesidad de contar con personal especializado para su manejo y el desconocimiento de su funcionamiento. Estos elementos que, en efecto, retrasan el desarrollo de los mercados son, como destacó el Panel de Expertos, factores que suponen una fuerte barrera de entrada para muchas entidades financieras y, en consecuencia, fuente de ventaja competitiva para aquellas entidades que han realizado una fuerte inversión, en formación y tecnología; en definitiva, para la banca extranjera y, en menor medida, la gran banca nacional. Fruto de estos requerimientos de inversión se destaca, como tercer factor de resistencia al cambio, la escasa demanda de estos productos por la clientela, la cual, en la medida que se institucionalice y forme a sus empleados de tesorería, será el motor de desarrollo a futuro de estos mercados.

#### 4. Los nuevos clientes

Probablemente la fuerza más importante y definitoria en cualquier proceso de cambio es la proveniente del lado de los demandantes de productos, sin los cuales ninguna tesorería bancaria tiene pleno sentido y cuyas necesidades y gustos son definitivos del tipo de negocio a desarrollar por las mismas.

Ciertamente en España se están produciendo profundos cambios en la estructura y composición de la demanda. El fortísimo incremento de los volúmenes de fondos manejados por las instituciones de inversión colectiva, y la creciente sofisticación de éstas en la administración y gestión de sus carteras, está alterando la composición de la demanda de productos financieros.

Junto con el proceso de institucionalización de la clientela minorista de productos financieros, la demanda corporativa también está experimentando una profunda transformación en España. El incremento de la cultura financiera no sólo habido en las grandes corporaciones, sino extendido a la mayor parte del tejido productivo, también está reorientando la demanda de productos financieros y exigiendo una especialización de las entidades financieras.

En lo que respecta a las empresas, afectadas por los riesgos financieros asociados a la internacionalización de sus actividades, se evidencia, en opinión

de todos, una creciente necesidad de sofisticar su gestión financiera acudiendo a los mercados de divisas e incorporando a su gestión los productos derivados como vía para controlar sus riesgos.

En este capítulo se aborda, en primer lugar, la importancia actual y futura de los clientes para tesorería por segmentos de clientela. A continuación, se aborda un análisis de la importancia actual de productos y negocios de tesorería para la clientela. Por último, se analiza la demanda futura por la clientela de productos y servicios financieros.

##### A) *Importancia actual para tesorería de la clientela*

Un 60 por 100 de las respuestas recibidas indica que los clientes son muy importantes o importantes para las tesorerías y un 50 por 100 indica que el margen financiero aportado por los clientes a las tesorerías es, asimismo, importante o muy importante. Por otro lado, un 15 por 100 de las tesorerías participantes en el estudio, aun cuando reconoce la importancia para sus tesorerías de los clientes, no ha podido o no ha sabido realizar un negocio significativo con éstos.

Este mismo planteamiento, segmentado por tipología de entidades participantes en el estudio, indica que, para bancos y cajas nacionales, la importancia de los clientes para sus tesorerías es algo inferior que para la banca extranjera y que, adicionalmente, es la banca extranjera la que hace un volumen significativo de su negocio de tesorería con la clientela, frente a la banca nacional y sobre todo las cajas españolas, que lo consideran importante, pero a las que no aporta un gran volumen de negocio.

Si se realiza una segmentación de esta clientela puede observarse cómo, para un 60 por 100 de los encuestados, son muy importantes o importantes tanto los clientes minoristas como las grandes empresas (en ese sentido son muy importantes para un 18 por 100 los clientes minoristas y un 7 por 100 las grandes empresas) frente a las instituciones de inversión colectiva, que son importantes o muy importantes para un 65 por 100 de los encuestados.

Realizando este mismo análisis por tipología de entidades, puede observarse que:

- Los clientes minoristas son los más importantes para las tesorerías de las cajas de ahorro y los menos importantes para las de la banca extranjera.
- Las grandes empresas son los clientes más importantes para la banca extranjera y los menos importantes para las cajas de ahorro.
- Los clientes institucionales son los más importantes para la banca nacional y los segundos más importantes para la tesorería de la banca extranjera y las cajas de ahorro.

Estos resultados son acordes con el actual reparto del mercado de tesorería.

#### B) *Evolución de la importancia de la clientela*

Más interesante que la importancia actual de los clientes, resultará la evolución que sufrirán tales segmentos.

Un 98 por 100 de los encuestados indica que el volumen de negocio inducido por clientes en el futuro de las tesorerías crecerá o crecerá mucho; paradójicamente, tan sólo un 25 por 100 piensa que el margen financiero generado por éstos para la tesorería crecerá en la misma medida, mientras que un 40 por 100 apuesta por su mantenimiento y un 30 por 100 por su reducción.

Sin embargo, si analizamos los datos de crecimiento por segmentos de clientela tendremos una explicación a esta aparente contradicción. En efecto, el mayor incremento esperado en el volumen de negocio procederá de las instituciones de inversión colectiva según piensa un 85 por 100 de los encuestados, que apuesta por un fuerte incremento (30 por 100) o un incremento moderado (55 por 100). Por contra, tan sólo un 4 y un 15 por 100 de los encuestados apuestan por un fuerte crecimiento en el segmento de clientela minorista o en el de grandes empresas, respectivamente.

En consecuencia, el mayor crecimiento del volumen de tesorería inducido por la clientela provendrá de las instituciones de inversión colectiva, con lo cual el margen de negocio obtenido por las tesorerías se mantendrá o disminuirá. Por otro lado, se acentuará la tendencia a la concentración de este negocio, lo cual obligará a las entidades financieras a la especialización.

Realizando este mismo análisis de segmentación de clientela por tipología de entidades financieras, se observan los siguientes resultados:

- En las cajas de ahorro, el tradicional negocio de tesorería basado en la distribución de productos por medio de la red de oficinas perderá importancia en favor de la prestación de servicios a corporaciones y, muy especialmente, a instituciones de inversión colectiva.

- La banca nacional mantendrá su actividad en los segmentos de tesorería minorista y corporativa y tratará de centrar su actuación en el segmento de clientela institucional.

- La banca extranjera tratará de ganar cuota de participación en los tres segmentos del negocio, pero focalizará su estrategia hacia el segmento de inversión institucional.

Dado que las tres tipologías de entidades financieras centrarán la actuación estratégica de sus tesorerías en el mismo segmento de clientela, la reducción de los márgenes de negocio podría ser muy significativa.

#### C) *Cambios en la demanda de productos y servicios*

Si se atiende a lo manifestado en el ámbito de la demanda de la clientela, en términos de productos y servicios, se observa, en primer lugar, el desplazamiento del crecimiento desde productos más tradicionales para la colocación de excedentes o financiación del circulante hacia productos para la cobertura de los riesgos de interés y de cambio.

Para la colocación de excedentes de tesorería de la clientela institucional y corporativa, el instrumento preferido por la clientela es el repo de deuda pública o letras del Tesoro. Un 90 por 100 de los encuestados piensa que es un instrumento muy utilizado frente a un 20 por 100 que utiliza muy frecuentemente depósitos bancarios o pagarés de empresa. Para la financiación del circulante, el instrumento más utilizado es la póliza de crédito indexada a MIBOR (muy utilizado según un 70 por 100 de respuestas) frente al descuento comercial (40 por 100). Destaca en este apartado la escasa frecuencia en la utilización de los pagarés de empresa (poco más del 10 por 100), quizá por ser un producto más indicado para las grandes corporaciones, y, asimismo y probablemente por las mismas razones, la escasa utilización de pólizas de crédito multdivisa (7 por 100).

El instrumento preferido para la cobertura del riesgo de interés de instrumentos indexados a MIBOR resulta ser el FRA (muy utilizado según un 20 por 100 de las respuestas y utilizado según un 60 por 100), siendo, al contrario, los futuros sobre MIBOR utilizados con menor frecuencia (muy utilizado por un 2 por 100 y algo utilizado según un 45 por 100 de las respuestas). Para la cobertura del riesgo de interés provocado por instrumentos de largo plazo, el instrumento preferido es el IRS, muy utilizado según un 10 por 100 de las respuestas y algo utilizados según un 50 por 100.

Para la cobertura del riesgo de cambio, el seguro de cambio es el principal instrumento, ya que es frecuentemente utilizado según un 60 por 100 de las respuestas y algo utilizado un 30 por 100. Por contra, las opciones sobre divisa no son frecuentemente utilizadas (0 por 100) y sí ocasionalmente (55 por 100).

En cuanto al futuro, se espera un incremento en la utilización de las pólizas de crédito multdivisa (60 por 100 de las respuestas) y las pólizas indexadas a

LIBOR (58 por 100) para la cobertura de las necesidades de circulante. Para la cobertura del riesgo de interés los instrumentos que más crecerán en su utilización serán los futuros sobre MIBOR (85 por 100), IRS en pesetas (85 por 100) y futuros sobre deuda (80 por 100). Para la cobertura del riesgo de cambio se espera un importantísimo crecimiento de las opciones en divisa (85 por 100 piensa que se incrementará su utilización).

En definitiva, se apuesta por un futuro basado en la utilización frecuente de productos multidivisa o referenciados a índices de mercados extranjeros y en la realización de coberturas de los riesgos de tipo de interés y cambio a través del uso frecuente de productos derivados.

## 5. El entorno regulador

Los profundos cambios habidos en los mercados financieros durante los últimos años han convertido a la tarea de control y disciplina de estos mercados y de las instituciones que en ellos operan en un factor crítico para el cambio. La generalización en el uso de instrumentos derivados y de estrategias de negocio basadas en su utilización, la creciente volatilidad e incertidumbre en que se desarrolla la operativa de los mercados y, en parte, el desconocimiento, al menos parcial, de la Alta Dirección de las entidades financieras, en relación a los riesgos derivados de la operativa de las tesorerías, han convertido al entorno regulador en un factor crítico para asegurar el buen desarrollo del negocio tesorero.

Una amplia variedad de informes y estudios han salido a la luz en los últimos tiempos procedentes de organismos encargados de adelantar y armonizar la regulación de los mercados financieros (borrador del Banco Internacional de Pagos sobre la sistemática para el control de riesgos financieros, informe del G-30 sobre el mercado de productos derivados, etc.). En todos estos estudios e informes subyace la intensa preocupación de las instancias reguladoras en relación a la actual evolución de los riesgos asociados a la moderna operativa en los mercados financieros y al desarrollo de las tesorerías de las entidades financieras que operan en estos, así como un deseo de establecer un marco normativo tendente a disciplinar esta operativa y controlar aquellos riesgos. El grado de acierto que finalmente consigan las instancias reguladoras al disciplinar los mercados y la operativa que en estos se desarrolla y la bondad de la metodología elegida para el ejercicio de las tareas de control, será un elemento clave y determinante del tipo de operativa que a futuro lleven a cabo las entidades financieras a través de sus tesorerías.

### A) Evolución del entorno regulador

Tres son las vías que, en términos generales, podrían adoptar las instancias reguladoras para disciplinar el negocio de tesorería:

- Establecer una metodología específica para el control de la operativa, de obligado seguimiento, pero sin restringir esta, fijando límites máximos o mínimos para la asunción de riesgos o la toma de posiciones y centrando las labores de inspección en la verificación del correcto funcionamiento de los sistemas de seguimiento y control de riesgos.

- Establecer unos límites operativos que condicionen, restringiéndola, la operativa que pueden desarrollar las entidades en los mercados financieros, determinando los límites individuales para cada entidad en función de parámetros generales de control (recursos propios, tamaño de balance, etc.).

- Sistema mixto, basado en una combinación de los métodos anteriormente descritos.

La mayor parte de las respuestas recibidas se decantan por la implantación del tercero de los sistemas descritos.

En efecto, un 70 por 100 de las respuestas recibidas apuesta por una actividad inspectora centrada en la evaluación de los controles internos de las entidades, pero estableciendo límites apriorísticos en relación a la máxima asunción de riesgos por éstas. En este sentido, un 60 por 100 de las respuestas cree que existirán mayores exigencias de información que las actuales, pero menores restricciones operativas. Por último, un 55 por 100 de las respuestas cree que las posiciones mantenidas en productos derivados serán objeto de mayores exigencias en relación a los recursos propios mantenibles en razón de los riesgos asumidos, lo cual, de confirmarse y establecerse sobre bases irrealistas (por ejemplo, considerando a los derivados a efectos de riesgo por sus subyacentes), podría limitar, o incluso extinguir, la operativa desarrollada en estos mercados.

### B) Efectos de la evolución del entorno regulador

Un 98 por 100 de las respuestas está muy de acuerdo o algo de acuerdo en que el entorno regulador propiciará pocos cambios en la concepción actual del negocio de tesorería, si bien la operativa hasta ahora realizada se efectuará con mejores controles y procedimientos, esto es, será más segura. En este mismo sentido, un 75 por 100 piensa que la operativa crecerá y será más segura y transparente.

Merece ser resaltado que un 85 por 100 de los encuestados conviene en señalar que habrá un des-

plazamiento en la operativa en favor de contrapartes con mayor calidad crediticia. Esta respuesta implica que determinadas entidades pequeñas y medianas y, dentro de las grandes, aquellas con peor *rating*, podrán tener problemas a futuro en el desarrollo de su operativa tesorera, lo cual, al igual que determinadas entidades financieras americanas, puede obligarles a: o bien la creación de instrumentos de propósito específico con mejor calidad crediticia que sus promotores o bien a la constitución de medios asociativos que engloben la calidad crediticia de sus partícipes mejorándola, o, por último, a continuar un proceso de fusiones entre las entidades de menor dimensión.

Tan sólo un 35 por 100 de los partícipes en el estudio piensa que las consecuencias del entorno regulador puedan ser contraproducentes para los mercados financieros, provocando desplazamientos del negocio hacia mercados con menor regulación o limitando la operativa realizada (20 por 100 de las respuestas).

## 6. Conclusiones

La convergencia europea se piensa que será un factor que impulse la concentración de los mercados financieros y obligue a las entidades financieras españolas bien a posicionarse en estas plazas, si desean mantener cuota de mercado en el negocio doméstico, o bien a especializarse. Por otro lado, los mercados domésticos españoles podrían quedar reducidos a una expresión mínima en el caso en que España convergiera en primera velocidad en la Unión Económica y Monetaria.

La competencia se incrementará notablemente en el medio plazo, si bien el volumen de negocio para las tesorerías también se incrementará, fruto de la canalización de la demanda de la clientela minorista a través de las instituciones de inversión colectiva. Al incrementarse el poder negociador de esta demanda, los márgenes de negocio disminuirán, agudizando el proceso de especialización de las entidades. Dentro de este proceso de incremento de la competencia, las entidades identificadas como amenaza estratégica en el futuro para la mayor parte de las entidades activas en los mercados financieros son las cajas de ahorro de tamaño mediano y grande.

Los mercados financieros españoles tenderán a una mayor internacionalización, estandarización y transparencia, incrementándose de forma muy notoria la utilización de productos derivados y la desintermediación con valores emitidos por corporaciones de titularidad privada, tanto en pesetas como en moneda extranjera.

El segmento de clientela con mayores expectativas de crecimiento futuro para las tesorerías será la clientela institucional, y, sobre todo este segmento, se producirá la concentración de la estrategia comercial de la mayor parte de las tesorerías, lo cual implica de nuevo que los márgenes de negocio disminuirán. El tipo de productos que mayor incremento de demanda experimentarán serán los instrumentos derivados y los indexados a diversas monedas.

Por último, la presión del entorno regulador no alterará la composición del negocio de tesorería, pero sí servirá para que éste se desarrolle en condiciones más controladas, transparentes y seguras.

## IV. LA RESPUESTA DE LAS ENTIDADES

### 1. Introducción

Las fuerzas del cambio descritas están obligando a las entidades financieras nacionales a reaccionar ante las mismas, realizando las transformaciones necesarias para adecuar la estrategia y los medios de la tesorería al nuevo papel que ésta tiene que desempeñar.

A continuación se expone la visión de los encuestados y panelistas sobre cuál es la estrategia de negocio adecuada para cada tipo de entidad y cuáles deben ser los cambios a efectuar en los modelos de gestión, organizativo y tecnológico que permitan a los recursos humanos de tesorería gestionar correctamente los nuevos retos.

### 2. Las estrategias de negocio

La reducción de los márgenes financieros de las entidades de crédito, en un contexto de alta volatilidad de los mercados, ha contribuido a variar la visión del negocio de la tesorería que mantenían muchas entidades financieras. Por un lado, la necesidad de aplicar políticas de balance (gestión integral de activos y pasivos) para proteger el margen de negocio ha obligado a las tesorerías a emplear nuevas herramientas de gestión y a operar en mercados hasta entonces desconocidos. Por otro lado, la necesidad de conservar a la clientela minorista, ahora parcialmente canalizada a través de instituciones de inversión colectiva y de mantener a la clientela corporativa, crecientemente sofisticada, ha exigido a las entidades una presencia activa en los mercados monetarios, de capitales y de productos derivados. Por último, el propio estrechamiento de los márgenes de negocio y la incapacidad de obtener remuneraciones del capital acordes con el riesgo del ne-

gocio bancario, recurriendo en exclusiva a la actividad tradicional (depósito-préstamo), ha convertido a las tesorerías en centros de negocio, alejados de la concepción tradicional de prestación de servicios al resto de las áreas de la entidad.

#### A) *Cambios en las funciones de la tesorería*

La función que actualmente desarrolla la tesorería, en el mayor número de las entidades financieras, es la de suministro de productos y servicios al resto de las áreas de la organización. Esto es así para el 85 por 100 de los encuestados, mientras que un 80 por 100 indica que también se encarga de la gestión de la liquidez de las entidades. Hasta aquí tenemos una visión tradicional de la tesorería como centro de servicio y no como área de negocio.

Un 65 por 100 de los encuestados indica que, adicionalmente, la tesorería se considera como un centro de negocio y, en consecuencia, realiza actividades de *trading* o presta servicio, directamente, a grandes clientes (60 por 100 de los casos). Por tanto, dos de cada tres entidades financieras españolas consideran a la tesorería como un área de negocio y no sólo como centro de servicio. No obstante, el Panel de Expertos se planteó este mismo dato, considerando que probablemente este porcentaje de entidades podría ser incluso muy inferior, reflejando más la propia intención de los encuestados que la situación real de la concepción de su negocio.

En lo que se coincide es que, a futuro, estas funciones deberán ser desempeñadas por la mayor parte de las tesorerías: *trading* y posicionamiento (90 por 100), servicio a grandes clientes (85 por 100) y ejecución de la gestión integral de activos y pasivos (75 por 100).

Por tanto, existe un consenso amplísimo en que la función de la tesorería debe pasar de ser, donde aún no lo es, un centro de servicios a un área de negocio para las entidades.

#### B) *Estrategia futura de negocio*

La estrategia de negocio, como es lógico, se plantea de forma radicalmente distinta para cada tipo de entidad, en base al aprovechamiento de la posición competitiva que cada una de ellas mantiene.

Así, las cajas de ahorro, basadas en la prestación de servicios y suministro de productos a una clientela minorista y de pequeñas y medianas empresas (PYMES), basan su estrategia en la captación o mantenimiento de la clientela (volumen) por medio de un precio competitivo. Puede ser el segmento más perjudicado por la institucionalización de esta clientela y por la falta de diferenciación de sus servi-

cios. En la medida en que sepan retener su clientela tradicional y ésta no se integre en la corriente institucional de inversión podrán conservar su ventaja competitiva. Por tanto, su éxito podría depender de factores exógenos al negocio de tesorería.

La banca extranjera seguirá basando su estrategia en la innovación y la especialización de su negocio. Mediante la primera, aprovecha sus economías de escala internacionales y repercute localmente parte del coste de la inversión realizada a escala global para poder innovar; además, la innovación le permite repercutir unos márgenes de negocio más elevados. Mediante la segunda (segmentación-especialización) puede acceder al segmento de mercado deseado satisfaciendo la necesidad específica del cliente, repercutiendo márgenes más elevados, aunque soportando costes más altos. Las tendencias de los mercados y de la clientela juegan en su favor: la institucionalización de la clientela y el incremento en el uso de productos sofisticados le permitirá ganar cuota de mercado y, por añadidura, mejorar los márgenes de negocio. Pueden ser los ganadores estratégicos.

La banca nacional, aparentemente, realiza una apuesta contradictoria: aun cuando decididamente se lanza a la innovación, su estrategia es igualmente de competencia en precio y de especialización. Como poseedora de fuertes redes de distribución minorista, seguirá compitiendo en precio para mantener su cuota en este negocio. Al disponer de clientes corporativos, tratará de prestarles un servicio diferenciado, aunque no especializado. Su riesgo estratégico reside en esta falta de especialización y en la dificultad de incurrir en costes de innovación que no puede repercutir a escala global. En cualquier caso, su éxito dependerá del acierto en la ejecución de la política de segmentación. Su gran riesgo provendrá de la contaminación de segmentos de clientela y de los costes asociados al mantenimiento de esta estrategia, que son bastante elevados.

#### C) *Factores críticos para competir*

Aun cuando pudiera parecer que el factor crítico para competir sería el disponer de una buena red de clientes institucionales, corporativos y minoristas, este factor ha sido considerado, entre otros seis, como tan sólo el cuarto más importante.

Disponer de recursos humanos altamente cualificados y de una buena tecnología son los factores que, respectivamente, se han citado como el primer y segundo más importantes para tener éxito en la consecución de una estrategia competitiva para las tesorerías. Por tanto, los medios internos con que cuenta una tesorería serán más importantes a futuro

para poder competir que cualquier otro factor o instrumento (redes de oficinas). Esta puede ser la lección a extraer por parte de las instituciones financieras españolas sobre la penetración de las extranjeras en el negocio de tesorería en los últimos años.

Tal y como se señaló en el Panel de Expertos, para poder disponer de estos recursos humanos e informáticos, se hace necesario realizar una fuerte inversión inicial en el negocio, lo cual impedirá que las entidades de menor tamaño puedan acceder en condiciones de éxito a los mercados de tesorería a futuro. Por otro lado, las entidades que operan a escala global podrían tener por esta misma razón un mayor potencial que las restantes al poder repercutir los costes de su inversión en formación y tecnología entre distintos mercados.

### 3. El camino a los clientes

El perfil y preferencias de los clientes analizado anteriormente predispone ya en gran medida los canales de acceso y distribución. La tendencia en este aspecto queda claramente configurada, pues se observa una estabilización de la red de sucursales y de la figura del gestor de cuentas junto a un despegue de dos nuevos medios emergentes de diverso carácter: la mesa de clientes y la banca electrónica.

#### A) *Los nuevos medios*

El primero apunta a la disponibilidad de una unidad comercial articulada con los profesionales de los mercados o actividad de negociación, que en base a su continuo contacto permitirá, de una parte, el mejor servicio al mejor precio para los clientes, y de otra, una mejor configuración de la oferta en términos de productos y precios. Se trata de transformar una actividad de tesorería tradicionalmente reactiva frente a clientes en una actividad proactiva en la búsqueda de oportunidades de colocación de productos y servicios.

En lo que respecta a la banca electrónica, la emergencia esperada para este medio es todavía más destacada.

La tecnología ya disponible y sobre todo la incorporada en el diseño de muchos de los nuevos productos hace de esta vía de distribución una de las que recientemente suscita más expectativas. Esto plantea desafíos a las entidades y a los clientes para crear las redes electrónicas que permitan difundir la información de los mercados y la captación de las órdenes de compra-venta. El factor competitivo se halla en la capacidad para suministrar valor añadido. En este sentido conviene, sin embargo, tener pre-

sente que la tecnología es hoy día fácilmente replicable y que el factor competitivo reside también en la diferenciación en calidad y precio.

La experiencia internacional abona ambas tendencias y corrobora el escaso protagonismo de las vías tradicionales de distribución para este tipo de nuevos clientes. La posible aparición de las llamadas redes blandas o redes de agentes para clientes particulares, que han tenido un despliegue importante en otros países, no parecen demasiado probables en un país como España, con una densidad en las redes bancarias tan notoria.

En definitiva, de confirmarse ambas tendencias, la creación de estos canales comporta un esfuerzo de organización y de adaptación del factor humano junto a inversiones e innovación en el apartado tecnológico.

#### B) *Los criterios de selección*

Por otro lado, en lo que atañe a los criterios que prevalecen a la hora de elegir los intermediarios, es preciso citar el precio y calidad de servicio, que destacan por encima de cualquier otro aspecto. Hay que entender calidad de servicio en su sentido amplio, que va desde lo que su propio nombre indica, en cuanto a atención y servicio al cliente, hasta el oficio y capacidad del interlocutor para diseñar y proporcionar soluciones a los problemas de cada cliente, esto es, el asesoramiento.

Resulta obvio que la importancia asignada al precio depende en gran medida de la componente calidad y que es preciso conjugarlas y relativizar la primera a la segunda. En el ámbito de las empresas llama la atención la importancia concedida a la solvencia de la entidad. La explicación puede provenir de la incidencia de multinacionales entre las grandes empresas actuantes en nuestro país.

El perfil de los nuevos clientes demanda mejores servicios y precios y, por tanto, mayor presión en los intermediarios para hacer frente a la amenaza que supone la posibilidad de que éstos desplacen sus operaciones directamente a mercados e intermediarios extranjeros más eficientes, como ha ocurrido en otros mercados más regulados y organizados que el que nos ocupa.

### 4. El control de la gestión

El control de gestión de la actividad de tesorería es, en general, una asignatura pendiente para muchas de las entidades financieras españolas. Estas se han visto sorprendidas por una avalancha sucesiva de nuevas generaciones de productos, espe-

cialmente de fuera de balance, sin disponer de los medios y conocimientos necesarios para efectuar su análisis y control. Todo ello produce situaciones donde existe un abismo dramático entre los riesgos asumidos por una entidad y la información y el conocimiento que la dirección tiene realmente sobre los mismos.

Un control de gestión efectivo en el área de tesorería requiere, en primer lugar, calcular y conocer los resultados o pérdidas obtenidos y, en segundo lugar, evaluar los riesgos asumidos en las posiciones tomadas. En el cálculo de los resultados, el principal problema planteado es en qué momento se produce el reconocimiento de esos resultados ya que, en general, el criterio desde el punto de vista de la gestión puede diferir del criterio según norma contable, aunque los resultados totales al final de la vida de las operaciones sean coincidentes.

Existe una tendencia creciente en tesorería a utilizar, en todas las posiciones de tipo especulativo, el criterio de valoración de precio de mercado, lo cual produce, a pesar de las sucesivas adaptaciones realizadas en las circulares contables por el Banco de España, disparidades de resultados y la necesidad de procesos sistemáticos de conciliación entre ambos criterios que expliquen las diferencias.

#### A) *El control del riesgo*

El análisis de los riesgos es más complejo, especialmente en el área de fuera de balance, y requerirá, por parte de las entidades financieras, la utilización, cada vez en mayor medida, de nuevos conceptos y metodologías que permitan simular resultados potenciales, evaluar sensibilidades o variaciones del precio de mercado o valorar a precio actual las posiciones futuras.

En este sentido, el recientemente emitido borrador del BIP y el informe sobre productos derivados del G-30 establecen una metodología para el control de la operativa con estos productos, basada en el reconocimiento particularizado del riesgo introducido por cada instrumento financiero derivado (por ejemplo, la consideración del delta en el caso de las opciones) y en la objetivización de los límites o la asunción de riesgos derivados del uso de estos instrumentos (por ejemplo, la normalización de las distribuciones y la determinación de intervalos de confianza en relación a las máximas pérdidas asumibles diariamente).

#### B) *Demanda de información de gestión*

La información de gestión que está siendo utilizada actualmente por la mayor parte de las entida-

des financieras está basada en conceptos contables, como es el Balance de Productos, y sólo el riesgo de crédito es controlado mayoritariamente (el 70 por 100 de los encuestados). El hecho de que al menos el 50 por 100 de las entidades realice valoraciones diarias de carteras está relacionado con la presión reguladora del Banco de España, que obliga a las entidades a dotar las pérdidas potenciales de sus carteras cuando existen discrepancias significativas con su valor de mercado.

La información de gestión que demandarán las tesorerías en el futuro está centrada, por un lado, en el control de los riesgos en tiempo real de crédito, cambio y tipo de interés y, por otro, en la disponibilidad de información de resultados analíticos y valoraciones de los productos de fuera de balance. En estas áreas es donde se dan los mayores desfases de la preferencia futura con respecto a la situación actual y donde previsiblemente se harán los mayores esfuerzos durante los próximos años.

#### C) *Los sistemas de información de gestión*

Existe una tendencia clara de las tesorerías en la demanda de un sistema propio de información de gestión que les permita conocer y analizar sus resultados y riesgos con frecuencia diaria. Esta tendencia tiene su explicación en la dificultad que tienen los sistemas corporativos de las entidades para poder suministrar una información de gestión tan específica y compleja como es la del negocio de tesorería.

Respecto a las preferencias de cuáles son las principales características de esta información de gestión, elaborada en un sistema específico de tesorería, los tesoreros destacan la información de resultados y riesgos correspondiente a la realización de arbitrajes y mantenimiento de posiciones abiertas y el análisis de riesgo del tipo de interés basado en GAP, duración o Valor Actual Neto.

Existe acuerdo en considerar que, en el cálculo de los resultados analíticos, es necesario utilizar criterios diferentes de los contables, lo que produce desfases temporales entre la contabilidad y la propia gestión en el reconocimiento de los resultados. La resolución de este inconveniente obliga a realizar conciliaciones entre ambos que permitan explicar razonablemente las diferencias que se producen. Si no se resuelve este problema, tesorería tiene el riesgo de que sus resultados de gestión no tengan credibilidad ante la dirección de la entidad.

Las tesorerías coinciden también en que es importante disponer de información desglosada al nivel de las unidades de negocio y de los tipos de actividad. Es especialmente significativo el rechazo

mayoritario a que sea la contabilidad el soporte de la información de gestión de tesorería. Hay que destacar, finalmente, el importante desfase existente entre las soluciones preferidas y la situación actual, que obligará a realizar importantes esfuerzos a las entidades financieras en este área.

#### D) *El control externo de la gestión*

El control de la tesorería que las direcciones de las entidades financieras realizan en la actualidad está basado en el análisis de una información periódica y la definición de unos límites a los riesgos que puede asumir tesorería. Sin existir grandes diferencias con las preferencias de los tesoreros, sí se aprecia una tendencia que demanda una mayor involucración de la dirección en el conocimiento de los riesgos y resultados del negocio, aunque manteniéndose siempre libre el cuerpo de actuación de tesorería dentro de los límites prefijados.

Es significativo que en el caso de cajas de ahorro se mantenga una fuerte preferencia porque sea la dirección la que supervise y autorice todos los posicionamientos con riesgo (el 50 por 100 de las cajas está totalmente de acuerdo con que la dirección actúe así en el futuro frente al 30 por 100 de respuestas de los bancos nacionales en el mismo sentido).

Existe una opinión unánime en considerar que la tesorería debe tener una cuenta de resultados.

Las preferencias de tesorería de cómo se debe reconocer en la entidad su actividad de negocio muestra una tendencia clara tanto en el uso de los precios internos de transferencia como en que estos resultados analíticos se reconozcan en algún sistema corporativo de la entidad que les dé validez ante el resto de las áreas de negocio de la entidad. Asimismo, también existe una opinión favorable a la diferenciación de las posiciones originadas por el COAP de las de tesorería.

#### E) *El reto de implantación de un sistema de información de gestión*

Las principales dificultades, que en opinión de los tesoreros impiden disponer de información de gestión de mayor calidad, son de tipo tecnológico y de tipo organizativo, encontrándose ambas estrechamente ligadas. Las carencias de los sistemas de información provienen, en primer lugar, de la dificultad en definir cuáles son los criterios de cálculo de resultados, precios internos de referencia y valoración de riesgos, especialmente en productos derivados. Este problema se ve agravado al encontrarse impli-

cados en el proceso de definición, áreas externas a tesorería con pocos conocimientos específicos, como contabilidad o informática.

En segundo lugar, el esfuerzo tecnológico necesario para obtener la información es importante debido a la dispersión de datos existente actualmente en las salas de tesorería y la necesidad de involucrar al resto de los sistemas corporativos de la entidad.

### 5. Una gestión integral

El concepto de gestión integral se está abriendo paso progresivamente en las entidades financieras nacionales, en las que históricamente la responsabilidad de la toma de decisiones sobre inversión y financiación y las políticas de tipos y plazos han recaído sobre distintas áreas de negocio, motivando, por tanto, que en las estrategias decididas no se contemplase una visión global de los riesgos a los que se exponía la entidad.

El cambio producido en el último cuatrienio y las tendencias descritas en la primera parte del estudio están obligando a buena parte de las entidades a replantearse esta situación, con objeto de globalizar la variable del margen financiero y optimizar la misma, manteniendo los niveles adecuados de capital y de exposición a los diferentes riesgos.

Así, según los encuestados, al menos el 40 por 100 no dispone actualmente de procedimientos establecidos para coordinar la gestión de los activos y pasivos de balance, aunque los próximos años más del 85 por 100 opina que existirán estos procedimientos.

Esta tendencia se verá reforzada a medida que la autoridad monetaria incremente la presión para que las entidades suministren información sobre los riesgos de mercado de su balance y establezcan los medios y recursos necesarios para su control.

#### A) *La necesidad de una gestión integral*

Según el *ranking* elaborado por los encuestados, los factores que propiciarán el desarrollo de un concepto integral en la gestión del balance son, por este orden, la volatilidad de los mercados, el incremento de los riesgos y el estrechamiento de los márgenes, factores todos ellos que en los últimos años han tenido un incremento sustancial (guerras del activo y del pasivo, tormentas financieras, morosidad, etc.) y que aparecen como tendencias consolidadas en el medio plazo.

Si analizamos los beneficios que los encuestados

esperan de la realización de una gestión integral de balance, existe unanimidad (90 por 100) en que dicha gestión permite un mejor conocimiento y control de los riesgos financieros, y en segundo lugar, que permite optimizar (50 por 100) e inmunizar (40 por 100) el margen financiero.

De la respuesta de las entidades se deduce que todavía existe un número alto de entidades con una actitud pasiva que, aunque consideran que la gestión integral les permite conocer mejor los riesgos, no se plantean una gestión activa de esos riesgos para mejorar o proteger su margen financiero.

Como consecuencia de todo lo expuesto anteriormente, existe una tendencia muy clara a que la política de gestión basada en la gestión integral del balance se convierta en los próximos años en el eje estratégico de la mayor parte de las entidades financieras.

#### B) *El comité de activos y pasivos (COAP)*

El desarrollo de una política de gestión integral de balance requiere un órgano de carácter ejecutivo, el comité de activos y pasivos, en el que estén representados las áreas de negocio y las áreas responsables de la gestión de los riesgos de la entidad. Este comité es responsable de la gestión estratégica de los riesgos financieros derivados del negocio de la entidad, tomando las decisiones estratégicas sobre productos, mercados y riesgos que luego son instrumentadas tácticamente por las áreas de negocio, como tesorería o la red comercial.

Los encuestados opinan mayoritariamente (80 por 100) que en el futuro existirá en su entidad un Comité de Activos y Pasivos. Asimismo, en el *ranking* de los elementos necesarios para establecer una política de gestión integral de balance, el Comité de Activos y Pasivos ocupa el primer lugar, por delante de los datos necesarios y la herramienta de medición de riesgos.

Respecto a la composición del COAP, de la respuesta de las entidades se deduce que existe una preferencia clara por incluir en el mismo las áreas de negocio (Red Comercial), las áreas de gestión de riesgos (Tesorería) y la Dirección General, esto último con el propósito de que el comité sea realmente operativo y tenga capacidad de ejecución en la entidad. No se considera necesario por parte de los encuestados la inclusión de las unidades de soporte o de apoyo, exceptuando el área de planificación y control de gestión que sería la responsable de aportar los datos y la información elaborada necesaria para el funcionamiento del COAP.

#### C) *El reto del COAP*

El principal reto que tendrá que superar el COAP en el proceso de implantación de una auténtica política de gestión integral es demostrar que puede ser un auténtico órgano de gestión que, mediante la adecuada política de optimización del margen financiero y protección de los riesgos financieros, consiga modernizar y ayudar a las entidades financieras a ser más competitivas y sobrevivir a los profundos cambios que está experimentando esta industria.

Del análisis de las funciones que los encuestados piensan que debería realizar el COAP se deduce que prevalecen las funciones de seguimiento de los riesgos, como liquidez, tipo de interés, posición ante diversos escenarios; sobre las funciones de gestión, como pueden ser análisis y definición de estrategias de balance o realización de coberturas.

Asimismo, sólo el 60 por 100 de los encuestados piensa que en el futuro el COAP será un órgano de gestión real. Todo ello permite suponer que, en una parte sustancial de las entidades financieras, el desarrollo del COAP se producirá en dos fases: actuando en una primera etapa como un órgano de supervisión y control y asumiendo en una segunda etapa las tareas ejecutivas para las que realmente está creado.

#### D) *Los obstáculos*

Las principales dificultades que los encuestados han identificado para el desarrollo de una gestión integral se concentran básicamente en los aspectos de tipo tecnológico y organizativo.

Por un lado, la dificultad de obtener los datos necesarios y elaborarlos para conseguir la información necesaria para la toma de decisiones. Por otro, una segunda barrera de tipo organizativo, como es el desconocimiento de la alta dirección, cuya falta de apoyo al proceso impediría que éste pudiera desarrollarse, además de la necesidad de modificar la estructura de gestión de la entidad, introduciendo un nuevo órgano que asumiría funciones que anteriormente estaban asignadas a otras unidades o comités.

### 6. La nueva organización

El proceso de cambio en la organización de la tesorería está íntimamente ligado a cuál es el papel y la función que la tesorería desempeña dentro de la entidad.

#### A) *Las nuevas funciones*

El análisis de la situación actual presentaba una tesorería que realiza habitualmente las funciones de gestión de los riesgos inducidos por las posiciones estructurales de la entidad (liquidez, cambio y tipo de interés) y las funciones de servicio a las redes comerciales, suministrando los productos que se distribuyen en las mismas.

La tendencia marcada para el futuro era convertir también en habituales las funciones de negocio propias de la tesorería, como son el servicio a grandes clientes y la realización de *trading* mediante arbitrajes y toma de posiciones de riesgo. En la medida en la que los comités de activos y pasivos se desarrollen en las entidades financieras se consolidará el papel de tesorería como ejecutor de las directrices de dicho comité.

#### B) *La integración peseta y divisa*

La evolución de la tesorería de un centro de servicio a un centro de negocio ha ido acompañada de cambios profundos en la concepción organizativa de la misma.

Históricamente, el cambio más significativo ha sido el proceso de integración en una única unidad de las tesorerías de peseta y divisa. Este proceso, iniciado hace años y que en este momento se puede considerar mayoritario en las entidades españolas, se encuentra en su última fase de desarrollo, y si bien existe acuerdo en cuanto a su necesidad, sólo el 50 por 100 de los encuestados considera necesario descender en el proceso de integración hasta el nivel más inferior del producto.

La fuerza que favorece este proceso es conseguir mejorar la expectativa de negocio por encima de otras consideraciones, como el ahorro de costes o el posicionamiento frente a la moneda única.

Las mayores dificultades que perciben las entidades en la realización del proceso se centran en la tecnología inadecuada y los factores humanos.

#### C) *La interacción de tesorería con el resto de áreas*

La consideración de tesorería como un centro de negocio obligará a las entidades financieras a definir cada vez con mayor claridad y precisión cuáles son las relaciones, responsabilidades y resultados entre la tesorería y el resto de áreas de negocio de la entidad.

Las soluciones organizativas preferidas por los tesoreros para relacionarse con las otras áreas de ne-

gocio en las actividades de cobertura de riesgos y desintermediación están basadas en la utilización de operaciones internas, con un precio de referencia, que reflejan cuál es el riesgo y el margen asumido por cada área. La filosofía preferida para fijar los precios de referencia es indexarlos al precio de mercado.

La filosofía de negocio que subyace en este modelo de relación es la de una tesorería que básicamente obtiene sus beneficios gestionando los riesgos de cambio o tipo de interés que induce el balance, frente a otros modelos basados en el cobro por los servicios o un porcentaje del margen financiero de desintermediación generado.

#### D) *La tesorería y el COAP*

La gestión de los riesgos de mercado (cambio y tipo de interés) y de liquidez ha sido, de forma tradicional, una de las responsabilidades características de tesorería. La aparición de una nueva unidad, como es el comité de activos y pasivos, con responsabilidades en la gestión integral del balance y, por tanto, en los riesgos del mismo, obliga a definir con claridad el límite de actuación de cada unidad.

La solución preferida por los tesoreros es un reparto de responsabilidades donde tesorería gestiona los riesgos de liquidez y tipo de interés a corto plazo y el riesgo de cambio y el Comité de Activos y Pasivos gestiona los riesgos a largo plazo y la adecuación patrimonial.

El Comité de Activos y Pasivos, en su relación con tesorería, debe establecer las directrices de gestión del riesgo y los límites en los que se debe mantener el nivel de riesgo de tesorería, delegando en ella la instrumentación y ejecución en el mercado de sus decisiones estratégicas.

#### E) *La mesa de clientes*

En la medida en la que los clientes de tesorería se configuran como uno de los elementos más dinámicos en la demanda de servicios y productos, es necesario para los tesoreros disponer de organizaciones que compitan eficazmente en este segmento de mercado.

Existe un gran acuerdo entre las entidades financieras en considerar que la creación de una mesa de servicio a clientes hace más efectiva la actividad de tesorería (90 por 100 de acuerdo) y que todas las operaciones de un volumen importante deben ser canalizadas a tesorería (90 por 100 de acuerdo).

Las tendencias en la organización de estas me-

sas de clientes no son únicas y es necesario analizar cada segmento por separado.

Las cajas de ahorros dan gran importancia a la red comercial y a los gestores en sus relaciones con los clientes y, en aquellos casos en los que existe mesa de tesorería de clientes, se prefiere disponer de operadores especializados por productos. En las salas pequeñas con pocos operadores, gama de productos limitada y baja actividad en *trading*, este tipo de organización es factible y permite economías de recursos humanos, especializando a cada operador en un producto. Este último atiende a clientes, mercado y áreas de la entidad.

En los bancos nacionales se considera menos importante la red comercial y no existe una tendencia definida sobre el tipo de especialización del operador de la mesa de clientes. Se puede considerar que, en bancos con salas medias y con un segmento de clientes de menor sofisticación financiera, la estrategia más adecuada es disponer de operadores especializados por tipo de cliente, lo que permite complementar el servicio a los clientes con un asesoramiento más personalizado. Por el contrario, en los bancos con grandes salas y una gama muy amplia de productos, que acceden al segmento de clientes más sofisticado, la organización basada en operador especialista en producto permite competir utilizando los factores de conocimiento del mercado y precio apropiado. Esta estrategia tiene validez en tanto la tesorería del cliente disponga de operadores con experiencia que valoren la ventaja de negociar directamente con el especialista de cada producto.

La banca extranjera concede una importancia marginal a la red comercial y tiene una tendencia clara a disponer de mesas con operadores especializados por clientes. Esta estrategia cuenta generalmente con el soporte de las grandes salas de tesorería de los bancos situados en las plazas financieras internacionales y permite resolver las necesidades de servicios financieros más sofisticados de los clientes, combinado con una atención personalizada a la medida del cliente. La tendencia, por tanto, es una mesa de clientes con operadores conocedores de toda la gama de productos y servicios de la tesorería, que actúan como gestores de cuenta de un grupo de clientes, asesorándolos y dirigiéndolos, y que se apoya en la Red Internacional de Tesorerías del Banco para el diseño y contratación de los productos más complejos.

#### F) *La ruptura en unidades internas*

La rápida expansión producida en los últimos años de los mercados, productos e instrumentos en los que se desenvuelve la tesorería, ha producido un

desarrollo muy rápido de las salas de contratación tanto en número de operadores como en complejidad organizativa de la unidad. Como consecuencia de este desarrollo acelerado existen en muchos casos desfases entre un modelo operativo pensado para unas circunstancias de menor actividad y complejidad y el actual posicionamiento de negocio en volumen y productos de la tesorería.

En el momento actual, una parte importante de las tesorerías está utilizando en su modelo operativo los conceptos de unidades de negocio, con posiciones y resultados propios, y el de operaciones internas realizadas entre unidades de negocio.

La tendencia para los próximos años será generalizar este modelo, cuyas ventajas radican básicamente en un mejor conocimiento de los resultados y mejor control y gestión de los riesgos. Respecto a los problemas que plantea una organización de este tipo, los tesoreros consideran que introduce una mayor complejidad y que existe un riesgo moderado de que se fomenten actuaciones de los operadores orientadas a obtener beneficios de su unidad en detrimento del conjunto de la tesorería o bien transferencias de posiciones y resultados con riesgos o pérdidas.

En cualquier caso, estos problemas serían producidos más bien por deficiencias y carencias en los controles, procedimientos o sistemas de información que por el hecho en sí de operar con una organización basada en unidades de negocio.

Analizando las tendencias por segmentos, las cajas de ahorro tienden a valorar menos los beneficios que aportan las unidades de negocio, lo que se explica por la menor complejidad de las tesorerías de las cajas y, por tanto, la menor necesidad de organizaciones internas sofisticadas.

No existe una tendencia definida sobre cómo se desglosan las unidades de negocio de una tesorería, pudiendo concluirse que en cada unidad la solución óptima debe ser analizada específicamente debido al alto número de factores que confluyen.

Sí se puede concluir, del examen de las tendencias, que existe un grado de acuerdo importante en que es necesario diferenciar en unidades distintas las actividades de negociación (arbitrajes y posiciones especulativas) de las actividades de desintermediación y servicios. Asimismo, no se considera importante el componente humano para realizar el desglose de unidades.

#### G) *El Back-Office*

Las tendencias en la organización del Back-Office se centran en transformar una unidad que tradicio-

nalmente se ha caracterizado por una actividad de tipo administrativo y un bajo nivel de comunicación con el Front-Office en una unidad de soporte con recursos humanos más cualificados, orientados a la calidad, y cuyas funciones críticas son la acción preventiva, la calidad de servicio a los clientes, el control del Front-Office y la capacidad de responder fluidamente a las innovaciones de negocio del Front-Office.

## 7. El factor humano

Frente a otros posibles factores, el humano emerge como el factor crítico número uno para competir en el negocio de tesorería.

El factor humano constituye el principal activo de una tesorería, cuyo reto en los próximos años será negociar una gama de productos cada vez más complejos, y atender las demandas de unos clientes con mayores conocimientos y necesidades más sofisticadas. Todo ello obligará a las tesorerías a realizar un esfuerzo sostenido en el área de recursos humanos para mejorar el nivel de profesionalización y de conocimientos de los mismos.

La estrategia que seguirán se orienta al reciclaje del personal de la propia entidad, en el caso de operadores para mercados en los que la entidad, está consolidada y tiene experiencia, y apuesta por la contratación externa de profesionales cuando se trata de entrar en un nuevo mercado o actividad.

Los perfiles de los operadores tenderán a diversificarse en el futuro dentro de una mayor profesionalización. Así, en las mesas de clientes, las características dominantes serán la capacidad de asesoramiento, las aptitudes de relación comercial y el conocimiento global de los productos, mientras que en las mesas de mercados se acentuará la tendencia a la especialización en un producto-instrumento y al mayor conocimiento de las componentes matemático-financieras de los productos.

## 8. El reto tecnológico

Hoy por hoy, y en un entorno como el de las entidades financieras, la necesidad de un buen soporte tecnológico para el desarrollo del negocio es incontestable. Dentro de este desarrollo, dos tercios de los encuestados han considerado que, en lo que atañe al negocio propio de tesorería, la tecnología es un factor crítico e imprescindible. El rápido crecimiento que están experimentando los mercados de capitales y el negocio de la tesorería lleva a un 85 por 100 de los encuestados a pensar que la importancia de dicho factor tecnológico crecerá durante

los siguientes años un 35 por 100 de forma drástica y un 50 por 100 de forma progresiva.

### A) *El aporte a la tesorería*

Los sistemas de información de desarrollo preferente son los siguientes:

- Sistemas de ayuda a la negociación, especialmente en lo que afecta a control de posiciones de riesgo financiero, control de límites y *pricing*.
- Sistemas de control y análisis de riesgos, con especial referencia a la integración en tiempo real de los datos.
- Sistemas de información de gestión, orientados tanto al control externo como interno de la gestión de la tesorería.

Los encuestados no han considerado «crítica» la reducción de costes en Back-Office ni han valorado como «imprescindible» el aporte en esta área de la tecnología, en contra de lo que suele suceder al evaluar la automatización de un sistema. Ello bien puede deberse al tamaño relativamente pequeño de este departamento frente al volumen de las oportunidades de negocio.

### B) *Las estrategias de inversión*

Efectivamente, de la encuesta se desprende que una correcta solución tecnológica, además de una necesidad, es un factor diferenciador. Un 60 por 100 de las respuestas considera como «muy apropiada» una política de inversión tecnológica que permita la realización de saltos cualitativos y la obtención de una posición de ventaja competitiva.

Es interesante comprobar cómo la inversión mínima orientada al mantenimiento de la posición competitiva actual se considera mayoritariamente «no apropiada», lo cual es coherente con un entorno fuertemente competitivo tal y como se ha comentado en puntos anteriores.

### C) *Las distintas soluciones*

Actualmente, el desarrollo propio de sistemas de información pasa por ser el menos apropiado de los diferentes tipos de solución tecnológica (con un 45 por 100 de entidades que lo considera «no apropiado»). Por ello, aunque la compra de *software* no se considera como «muy apropiado», sí se adopta como solución «aceptable» (en un 69 por 100 de los casos para la adquisición de *software* estándar y en 56 por 100 para el *software* desarrollado por otros tesoreros).

De cara al futuro, los encuestados prevén que el desarrollo propio de sistemas será la forma más correcta de implantar soluciones de información. En

este escenario de evolución, la instalación de *software* comercial se entiende como una solución transitoria, en un momento de crecimiento vertiginoso de las tesorerías en el que los recursos propios no son capaces de asumir completamente la tarea de crear los sistemas necesarios de información.

A la hora de valorar las ventajas de las distintas soluciones, los encuestados han destacado los siguientes puntos:

- El desarrollo propio de sistemas proporciona un bajo nivel de dependencia externa, un alto nivel de integración de los sistemas con el resto de la entidad y una gran facilidad de mantenimiento.

- La instalación de *software* externo permite la puesta en marcha en plazos muy cortos. Del *software* estándar se destaca el que permita a los recursos propios la dedicación exclusiva al negocio, mientras que del desarrollado por otros tesoreros se obtiene como valor añadido el conocimiento de negocio de estos últimos.

- El *outsourcing*, o subcontratación de los servicios completos de desarrollo, mantenimiento y explotación, tanto de máquinas como de sistemas, permite igualmente la dedicación exclusiva de los recursos propios al negocio y parece cubrir todas las necesidades de información.

Por lo que respecta a las desventajas, los encuestados oponen la dependencia externa a todas las soluciones, salvo al desarrollo propio, obviamente, al que achacan un elevado coste inicial.

#### D) *Las tendencias tecnológicas*

Después de un período de relativa estabilidad durante los años setenta y ochenta, la década de los noventa se está caracterizando por los rápidos y profundos cambios que se están produciendo en las tecnologías y en la forma en que se desarrolla y utiliza esta tecnología.

Los elementos más significativos de este cambio son, en primer lugar, la utilización de herramientas CASE, que permiten convertir el proceso artesanal y dificultoso del diseño y desarrollo de sistemas de información en un proceso industrial, sistematizado y mucho más efectivo; en segundo lugar, la consolidación de las tecnologías de proceso cooperativo y cliente-servidor, que permiten desarrollar nuevos sistemas de información que resuelven los problemas de negocio con un enfoque distinto mejorando la calidad de la información, facilitando la interacción entre los recursos humanos y la máquina, y proporcionando más flexibilidad en la evolución de los sistemas.

En el área de tesorería, esto se traducirá en la po-

sibilidad de desarrollar sistemas de Front-Office que proporcionen a los operadores una gran capacidad de cálculo y manipulación de los datos en tiempo real, todo ello en un entorno amigable y de fácil uso.

En este caso, es necesario destacar el impacto que está produciendo la incorporación al mercado de los integradores digitales de fuentes de información, que están abriendo nuevas posibilidades en la concepción y diseño de la información que es posible poner, en tiempo real, a disposición de los operadores. Básicamente, las nuevas tecnologías permiten integrar en tiempo real los datos y precios de mercado suministrados por los proveedores de información con los datos de las posiciones y operaciones realizadas por tesorería, pudiéndose realizar de esta forma valoraciones de posiciones *market-to-market* de forma continua, *pricing* de productos al precio de mercado, pérdidas y ganancias en tiempo real o identificación automática de arbitrajes.

## 9. Conclusiones

Las tesorerías, de meros centros de servicio, pasarán a constituirse en centros de negocio, así como a atender las sofisticadas necesidades de los grandes clientes. La captación de la clientela mediante precios competitivos, adecuada para minoristas y pequeñas empresas, será insuficiente de cara a dichos grandes clientes. Se hará necesario un esfuerzo de especialización e innovación en la oferta del servicio.

Los medios tradicionales de contacto, esto es, las oficinas de la red comercial y los gestores de cuenta, se hallan desarrollados en su totalidad. A ellos se unirán, con un rápido crecimiento, las mesas de clientes y los sistemas de banca electrónica, como forma de ofrecer la mejor calidad de servicio y los precios más adecuados que los clientes están demandando.

El crecimiento experimentado por las tesorerías, durante estos últimos años, se ha producido en una gran parte de los casos sin un conocimiento claro de los resultados ni de los riesgos asumidos. Existe una urgente demanda de desarrollo de sistemas propios de gestión que permitan, con una frecuencia diaria, el control de los riesgos involucrados y los resultados producidos, estos últimos bajo una óptica puramente analítica. Los retos ante tal situación serán la obtención y precisión de unos datos ahora dispersos y el establecimiento de los criterios de valoración de riesgos y cálculo de resultados. No debe olvidarse la necesidad de una conciliación entre tales criterios analíticos y la contabilidad del banco.

El incremento de los mencionados riesgos y la

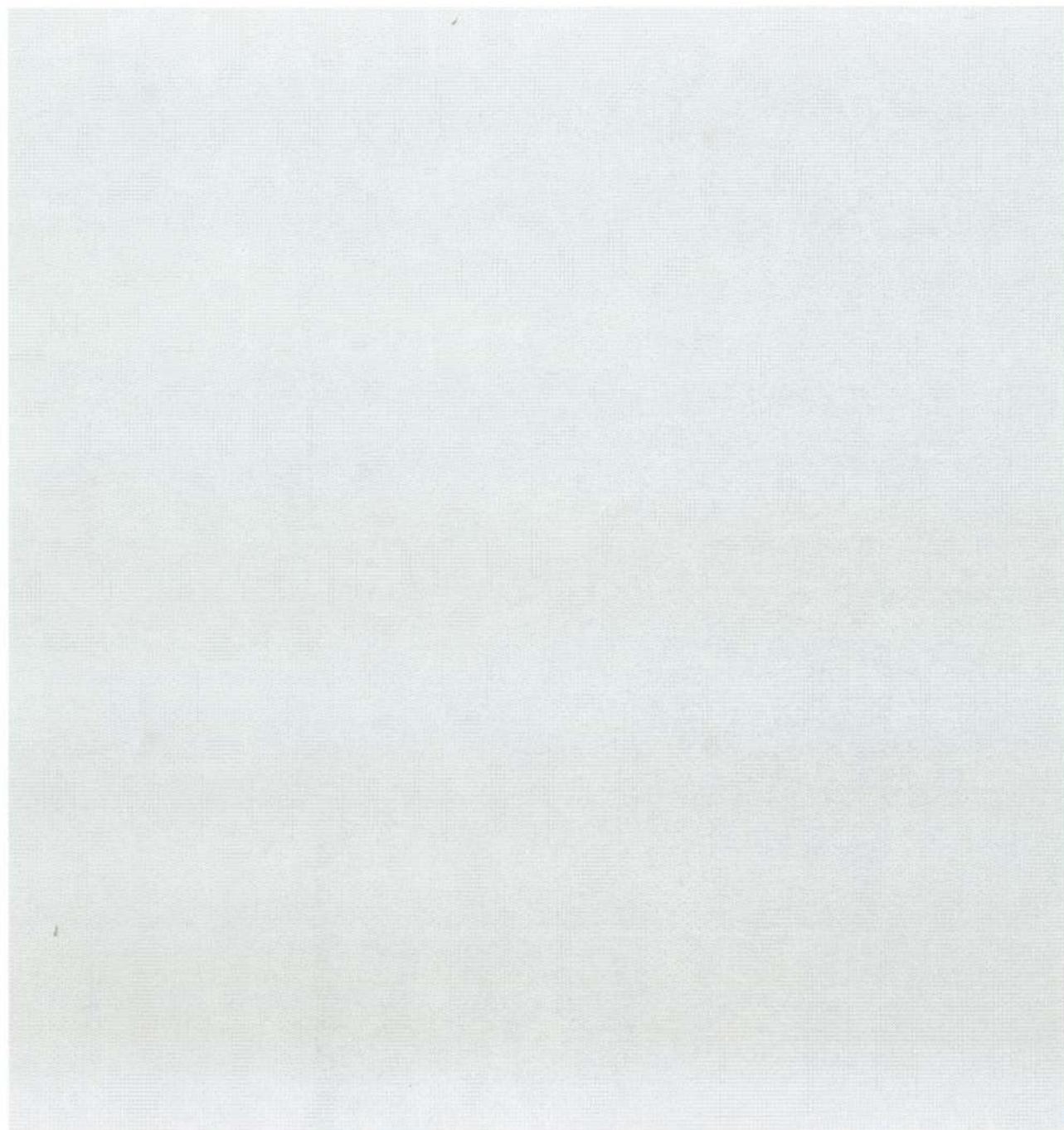
contracción sostenida de los márgenes de negocio obligan a integrar, con una visión global, la gestión del balance de la entidad con el fin de obtener el margen financiero óptimo y sustentado sobre el capital y riesgos más adecuados. El papel del COAP, responsable de dicha gestión integral, será cada día más importante, desarrollando sus funciones de manera progresiva, desde el control y seguimiento de los riesgos, hasta llegar a convertirse en un auténtico organismo ejecutivo con capacidad de gestión.

Después del cambio organizativo supuesto por la integración de la tesorería en peseta y divisa, las entidades preparan el cambio forzado por el desarrollo, cada vez mayor, de las funciones de negocio y servicio a clientes. El crecimiento del volumen y complejidad de la operativa, que estas nuevas funciones producen, lleva a reorganizar las estructuras actuales, dividiéndolas en unidades de negocio cuya diferenciación, lejos de hallarse consensuada, deberá amoldarse a la estrategia y posicionamiento particulares de cada entidad. Las interacciones entre dichas unidades y el servicio realizado por las mismas al resto de las áreas de la entidad se resolverán mediante operaciones internas tasadas a precio de mercado, que reflejen cuál es el beneficio y el riesgo de cada parte.

Los principales medios con los que cuentan las entidades para el desarrollo de todos los puntos anteriores son los recursos humanos y la tecnología. Los recursos humanos deberán sufrir un profundo proceso de reciclaje y profesionalización, junto con el nivel de especialización que las estrategias a desarrollar precisan. Las soluciones tecnológicas ofrecen una clara oportunidad de diferenciación, así como la realización de saltos cualitativos, fundamentales en un entorno de creciente competencia. Sistemas de ayuda a la negociación, control y análisis de riesgos e información de gestión servirán de soporte a las principales tendencias recogidas en este estudio.



**LA POLITICA ESPAÑOLA  
EN EL MARCO EUROPEO**





# LA POLÍTICA ECONOMICA ESPAÑOLA EN EL NUEVO MARCO EUROPEO

Luis A. Lereña

Debo comenzar señalando las limitaciones de estas reflexiones sobre la política económica que ha de seguirse en los meses próximos. En primer lugar, no tengo ideas sustancialmente distintas de las que se están oyendo o leyendo todos los días y me aterra pensar que esa monotonía nos puede llevar a repetir los funestos argumentos de la «única política económica posible». Después, porque mis dudas sobre la eficacia de las recetas que estamos dando y sobre el papel que puede jugar la política económica gubernamental son bastante serias. La única justificación que puedo dar, pues, de este trabajo, es que puede ser una aportación a lo que debería ser una campaña nacional para evitar la reaparición del arbitristo que nos invade con sus peligrosas soluciones.

## DIAGNOSTICO DE LA SITUACION: RECESION Y CAMBIO ESTRUCTURAL

Cualquier reflexión sobre la problemática de la política económica española ha de partir de un *diagnóstico* de la situación actual. Desde un punto de vista general, el dato relevante que ha de tenerse en cuenta es que los determinantes de la actual crisis no son puramente coyunturales, sino que obedecen a un profundo cambio estructural que está teniendo lugar en la economía mundial. No se trata de una simple fluctuación cíclica que se resuelve con el paso natural de la fase recesiva a la expansiva. Aunque esta conclusión es obvia, no está de más reconocerla.

El componente estructural de la actual crisis viene dado por la existencia de un cambio generalizado en las ventajas competitivas nacionales. El cambio tecnológico de los años recientes; la evolución de los costes salariales; la preparación de la mano de obra en los países menos desarrollados; las convulsiones creadas por las crisis energéticas, etcétera, son, entre otros, los factores que han conducido al cambio en las condiciones de producción y en la competitividad de muchos sectores produc-

tivos. Es más, el dinamismo de la ventaja comparativa y su carácter esencialmente cambiante, que siempre han existido, se ha acelerado en los últimos años como consecuencia de los factores citados. El hecho clave es que ese cambio nos obliga a revisar nuestra especialización productiva y el papel que nos corresponde en la división internacional del trabajo. El estímulo y la promoción de ese cambio, así como la implantación de los nuevos sectores y activos productivos que responden a la auténtica ventaja competitiva de nuestra economía en esta nueva fase de la revolución industrial ha de ser, por todo lo dicho, un objetivo prioritario de la política económica. No se trata, pues, de buscar una simple reactivación, sino de perseguir, simultáneamente, la reactivación y la reconversión, todo ello en un clima especialmente difícil.

## EL MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLITICA ECONOMICA

Un segundo tema a precisar es el del marco institucional en el que ha de moverse la política económica. La apertura de la economía española al exterior y su pertenencia a la Unión Europea le obliga a aceptar y a aplicar plenamente, primero, las *reglas de la economía de mercado*; segundo, los principios del mercado único con las exigencias derivadas de nuestra pertenencia al SME y, finalmente, las reglas que la Comunidad pacte con terceros países en sus relaciones con ellos. Nuestra economía no sólo está obligada a cumplir esas reglas, sino a hacerlas efectivas en su ámbito. La política económica ha de proponerse, por tanto, definir y crear el marco en el que funcione, efectivamente, la economía de mercado, removiendo todos los obstáculos que se oponen a ella, así como modular los principios del Mercado Único, del Sistema Monetario Europeo y de nuestras relaciones económicas con el exterior.

La aplicación de las reglas de economía de mercado reduce el papel y la arbitrariedad del Go-

bierno y del sector público. Lo primero que hay que aceptar, por tanto, es el limitado terreno de juego de la política económica estatal. La responsabilidad del cambio es de los agentes económicos y no del Estado. El mercado debe funcionar como mecanismo de asignación de recursos y no caben intervenciones que se aparten de las soluciones del mercado en función de criterios políticos o de interpretaciones, siempre discutibles, de la voluntad de los votantes. De aquí, la necesidad de suprimir todos los obstáculos que se oponen a que el mercado pueda desempeñar su función. Es cierto, sin embargo, que el mercado presenta ineficacias que el sector público debe corregir y que pueden exigir regulación, pero, en general, la política económica debe tener un sentido positivo; es decir, ha de buscar y promover que el mercado funcione plenamente. La corrección de sus ineficiencias ha de hacerse con la mínima intervención y con gran rigor. La gran ineficiencia del mercado es, sin duda, su incapacidad para resolver satisfactoriamente el problema distributivo. El gran error ha sido responder a esa ineficacia con una intervención excesiva y casi sin límites. Por eso el gran problema del sector público hoy es dar marcha atrás en ese campo para racionalizar la intervención pública.

El condicionante marcado por el *mercado único* y *el SME*, resulta también esencial y, en estos momentos, especialmente incierto. El proceso de construcción del SME debe continuar, pero, por el momento, subordinado a la resolución del problema del paro. Es decir, sin urgencias ni deflaciones competitivas. Hay que mantener lo ya conseguido, de forma que siga siendo válido el objetivo de estabilidad económica, renunciando a cualquier tipo de devaluaciones competitivas. Pero hay que ser conscientes y aceptar que el SME es irrealizable en 1997, y es también muy difícil que se pueda implantar en 1999. Existen grandes probabilidades de que el Sistema se inicie con dos velocidades y con España situada en la segunda velocidad. La crisis no se ha resuelto con la decisión del Consejo de Bruselas de constituir la Unión Europea. La utilización por los políticos de esa decisión obligada y tardía es otra muestra de un peligroso voluntarismo y de una obsesión por hacer prevalecer la imagen sobre la realidad.

Las reglas que configuran las relaciones de la *Comunidad Económica Europea con el mundo exterior* son especialmente importantes en estos momentos, en los que, como he dicho, se registra el cambio en la división internacional del trabajo. La especialización productiva de los países está cambiando y ello afecta desfavorablemente, sobre todo, a los países industrializados, que son los que pierden competitividad en los sectores productivos

que han sido tradicionalmente sus sectores exportadores. Esa situación exacerba las tendencias proteccionistas en tales países. La situación es, todavía, más desfavorable para países como España, cuya estructura productiva no ha incorporado plenamente los más recientes avances tecnológicos. Hay que caminar, desde luego, hacia una liberalización inequívoca de las transacciones comerciales y financieras con el exterior y a la implantación efectiva del libre comercio. Sin embargo, el camino que se siga en tal liberalización no es indiferente en el actual proceso de reasignación de las ventajas comparativas que, inevitablemente, lleva al cierre y desaparición simultánea de bastantes sectores. No es indiferente, desde un punto de vista puramente económico y mucho menos lo es desde un punto de vista social, al afectar a la creación y destrucción de empleos. Es importante, por tanto, mantener una posición definida en la consolidación del orden económico mundial y en las relaciones de la Comunidad Económica Europea con terceros países.

#### **EL PROBLEMA ESTRUCTURAL: LA CRISIS DE LA DIVISION INTERNACIONAL DEL TRABAJO**

Definidas las reglas que hay que respetar, quiero insistir ahora en la descripción más detallada del que he considerado problema estructural que debe resolver la política económica. ¿Cuál es la naturaleza de tal problema, es decir, de los cambios que se están registrando a escala mundial en la ventaja comparativa? La evolución de la economía mundial muestra con claridad, detrás del ciclo, un cambio en el modelo de la división internacional del trabajo entre países que, como he apuntado, está afectando, de modo negativo a las economías capitalistas más avanzadas y, de modo positivo, a un conjunto de economías, especialmente las asiáticas, que se han sabido adaptar con ventaja a los nuevos esquemas de especialización internacional. Los países de Europa del Este pueden ser, asimismo, beneficiarios de este cambio de especialización productiva, con evidentes repercusiones negativas para nuestra economía y la de otros países europeos que verán desaparecer sectores productivos enteros por su falta de competitividad en el nuevo escenario internacional. Esa problemática de cambio de modelo tiene todas las características de una cuestión estructural.

El cambio en la división internacional de trabajo lo han producido, sobre todo, las llamadas nuevas tecnologías. A pesar de que, reiteradamente, se ha hablado en los círculos de economistas y entre los políticos de las innovaciones y los cambios en los procesos productivos que iban a producirse como

resultado de la aparición de las nuevas tecnologías de información, telemática, etc., lo cierto es que la asunción del problema no ha pasado de niveles casi teóricos e intelectuales. En el mundo real, la adaptación al cambio de las producciones y los procesos productivos en los distintos países europeos, plenamente afectados por el cambio, ha caminado muy lentamente.

## LA DESINDUSTRIALIZACION

---

Hoy, en efecto, muchos procesos tecnológicos que corresponden a revoluciones industriales precedentes o a industrias maduras, que han llegado a ser de conocimiento casi general y resultan fácilmente accesibles para países en vías de desarrollo o, todavía con más facilidad, para los países de Europa del Este. Con esas tecnologías comunes, y unos salarios que pueden resultar hasta treinta veces inferiores a los de los países industriales, las producciones procedentes de las áreas en desarrollo compiten aplastantemente con las de los países industrializados. Con tecnologías idénticas, el país con un factor trabajo más barato se apodera del mercado, porque el factor capital es común y está al alcance de todos con unos precios que también resultan comunes. Y, a veces, en las economías industrializadas se añaden costes como los relativos a la preservación del medio ambiente que hacen todavía más difícil competir. Así está sucediendo en un conjunto de producciones calificables de tradicionales. Para luchar contra esta ventaja que proporcionan los salarios bajos, cabe transformar los procesos de producción, introduciendo, por ejemplo, la robotización. Sin embargo, las diferencias en los precios del factor trabajo son tan fuertes que no siempre un proceso de producción totalmente robotizado puede restaurar la ventaja competitiva del país que la ha perdido. Por eso, como ya he dicho, puede decirse que el viejo proceso de dominación de periferia por el centro parece cambiar de signo y es, ahora, la periferia la que condiciona la evolución de los países centrales.

Competir en precios resulta, así, problemático para los países industrializados en un conjunto de sectores. Así en la producción de materias primas o productos agrícolas perfectamente homogéneos o separables en clases idénticas. Pero hay también un conjunto de producciones industriales intensivas en trabajo y de tecnología fácil, donde los precios resultan también decisivos. Tal sucede con los productos textiles y siderúrgicos, por ejemplo. Se trata de productos relativamente homogéneos a los que resulta difícil añadirles características especiales que los diferencien suficientemente para justificar la aceptación de precios más altos. Esa falta de

competitividad explica la crisis de los sectores citados, crisis que nuestro país conoce y sufre. Se trata, en definitiva, de los que suelen llamarse «bienes o productos de Ricardo», productos homogéneos que compiten en un mercado unitario, cuya producción está muy condicionada por la dotación de recursos naturales o factores productivos, y que responden, por ello, a la especialización clásica de la ventaja comparativa. Ahora bien, el fenómeno se está extendiendo a productos más complejos, como automóviles, componentes electrónicos, productos informáticos, televisores y, también, a exportaciones tradicionales como la cerámica o la artesanía.

Ello explica la *deslocalización* que se registra en muchos de los sectores citados. Ese proceso conduce a la implantación de las plantas productivas en los países con salarios más baratos, para hacer competitiva la producción. En el país donde se originó la industria, puede quedar la investigación, el diseño, la comercialización, la innovación, etc., es decir, las actividades con mayor especialización y valor añadido, pero con menor uso de mano de obra. La producción física y el empleo se confina en los países con salarios más bajos y el empleo decrece en los países industrializados.

El proceso está en marcha en todo el mundo industrializado y en países como el nuestro está registrando un rápido avance que se traduce en la destrucción de muchos puestos de trabajo. La flexibilidad propugnada para los mercados laborales puede agilizar los procesos de reestructuración, pero otras condiciones, de cumplimiento más incierto, son también necesarias. Con ello la adaptación —que es inevitable— se producirá con mayor rapidez y los efectos dañosos del cambio tendrán un impacto menor. El mismo proceso de empeoramiento de la competitividad afectará, con el tiempo, a los países menos desarrollados o a los de Europa del Este, que verán también crecer sus salarios y perder parte de la ventaja comparativa que hoy han alcanzado.

## LA REINDUSTRIALIZACION. LOS DETERMINANTES DE LA VENTAJA COMPARATIVA

---

Los países como España, afectados por los cambios descritos, se ven obligados a buscar e implantar las nuevas actividades productivas en las que se tenga auténtica ventaja comparativa y que han de sustituir a las que desaparecen por no ser competitivas. El mercado para las nuevas producciones se encuentra en los países y estratos de población con rentas más altas, cuya demanda se caracteriza por su sofisticación, que lleva a exigir

características determinadas a los productos, y la aceptación de innovaciones o cambios con facilidad. La demanda, en estos casos, por citar un caso elemental, no es una demanda genérica de automóviles, sino que se concreta en automóviles con ciertas especificaciones de calidad, diseño, tecnología, etc., por las que se está dispuesto a pagar precios elevados. Por ello, la producción del automóvil de venta en masa, que ha de buscar permanentemente competir en precios, no podrá mantenerse en Europa occidental, por la desfavorable diferencia de costes con otras áreas geográficas, incluso europeas. En cambio, la producción de automóviles con características más complicadas o con avances tecnológicos más recientes podrá mantenerse, a pesar de la carestía de la mano de obra, porque su demanda es poco sensible al precio, mientras que lo es a la calidad y a la adecuación de las especializaciones requeridas. Obsérvese que el razonamiento se está haciendo en términos de la demanda de bienes de consumo, pero que las mismas o parecidas consideraciones cabe hacer respecto de demandas como las de maquinaria y bienes de equipo.

Los bienes (y servicios) a producir en el nuevo modelo son diferentes de los que hemos llamado ricardianos. Utilizando una clasificación genérica y no exenta de problemas, se trataría de bienes que responden al *ciclo de vida* de los productos, con lo que el mercado se segmenta con la aplicación de innovaciones tecnológicas. Una segunda categoría sería la de los productos *intensivos en investigación*, entendiéndose por tales aquellos que necesitan una inversión en investigación de, al menos, el 5 por 100 de su valor. La segmentación se logra aquí con esa inversión. Finalmente, puede desarrollarse la producción de bienes de consumo intensivos en «*alta publicidad*», factor característico de la segmentación de mercados, o bien, los producidos en industrias de «*alta concentración*», en las que unas pocas empresas de gran dimensión concentran una parte decisiva del mercado.

Resulta así que, en los artículos citados, la capacidad de innovación en productos, la introducción de diseños especiales o nuevas características, la disponibilidad de redes comerciales, la estructura empresarial, la calidad, el mejor conocimiento del mercado, y, *last but not least*, la tecnología, juegan *más* que las puras diferencias en precios en la determinación de la competitividad en los nuevos mercados abiertos a los países industrializados. Esos han de ser, sobre todo, los puntos fuertes, cuya posesión han de buscar economías como la española para cambiar su modelo productivo, sin olvidar, por supuesto, los costes y los precios de oferta.

Algunos de los factores que he señalado y, especialmente, el diseño o muchas innovaciones, pueden proporcionar ventajas de corta duración. La competencia se apropia, en efecto, del diseño con rapidez a través de la copia, imitación o mejora. De otro lado, las modas son pasajeras y, por tanto, proporcionan ventajas cortas temporalmente. En cambio, los avances o incorporaciones de tecnología son de más difícil apropiabilidad y pueden alterar sustancialmente las características del producto, lo que da una ventaja más duradera. Por eso, la innovación y la tecnología desempeñan un papel decisivo en la configuración de la nueva división internacional del trabajo y en la solución de los problemas de competitividad.

Con todo ello, el análisis actual de los determinantes del comercio internacional ha arrinconado las viejas concepciones de la ventaja comparativa ricardiana, con su énfasis exclusivo en los costes de producción, para centrarse, primero, en la importancia de las situaciones monopolísticas, sobre todo las creadas por la tecnología. La empresa capaz de segmentar el mercado e implantarse como monopolista temporal en el segmento que ella misma ha creado con sus productos diferenciados es la que tiene ventaja competitiva, con cierta independencia de sus costes o precios de oferta. Cuando la vida de un producto se agota, aparecerá otro que lo sustituye e inicia su ciclo de vida. La empresa que disponga de una capacidad de innovación permanente será capaz de mantener siempre nichos monopolísticos de ventaja competitiva. En la medida en que los países con salarios bajos sean capaces de apropiarse de la innovación o del avance tecnológico, resultará imposible competir con ellos, de forma que la competitividad descansa en la innovación permanente. Las patentes pueden constituir una barrera que retrase estas imitaciones y, por ello, está fuera de duda el interés en el logro de un acuerdo internacional que asegure el respeto a la propiedad intelectual y la competencia leal en este terreno. Lo que se concluye de todo lo anterior no es más que algo evidente. Cualquier política económica ha de enfrentarse a los nuevos retos de la competitividad y prestar una especial atención a la necesidad de favorecer el proceso de innovación y avance tecnológico.

#### **POLITICA ECONOMICA. RASGOS GENERALES**

La política económica ha de enfrentarse, pues, a los dos problemas descritos: el de la recesión y el de la reestructuración o reconversión productiva para conseguir mejorar la competitividad. Frente al problema de la recesión cíclica, la economía española debe prepararse, primero, para recibir y poten-

ciar el impulso que pueda proceder de la recuperación externa. Para ello, deberá lograr un marco de *estabilidad económica* e instrumentar, en él, las políticas anticíclicas a su alcance.

En segundo lugar, y frente al problema de la reestructuración productiva, la política económica tiene que proponerse la reasignación de los recursos productivos en un proceso en el que algunos factores han de abandonar los sectores en los que se ha perdido, se está perdiendo o se perderá ventaja competitiva para pasar a otros de nueva implantación o de escaso desarrollo. Ha de buscar, pues, un cambio del modelo productivo. Ello exige un funcionamiento suave y sin fricciones de los mecanismos del mercado que aseguran el paso de bienes y factores de producción de unos sectores a otros. La «lubricación» en tal proceso aconseja introducir, también, políticas estimulantes, a corto o a largo plazo, de los cambios que se necesitan. Yo diría, por tanto, que la política económica debe estar presidida por la persecución de la *estabilidad* en lo macroeconómico, y por la búsqueda de la *flexibilidad* en lo microeconómico, asegurando el funcionamiento de los mercados y la existencia de estímulos para alcanzar el necesario proceso de reconversión con una *política industrial* específica.

## **ESTABILIDAD**

---

La estabilidad macroeconómica viene exigida, desde luego, por los compromisos asumidos por nuestra pertenencia al SME, pero es un valor en sí misma y resulta, además, especialmente necesaria en el proceso de reestructuración productiva. Porque con inestabilidad se producirían asignaciones ineficientes de los recursos productivos.

La estabilidad macroeconómica supone el logro simultáneo del equilibrio interno, con el control de la inflación y del déficit público especialmente, y del equilibrio externo, con el equilibrio en las transacciones exteriores. Los medios para lograr los dos equilibrios son la política fiscal, la política monetaria y la política de rentas. Ahora bien, en el momento actual, no es posible pensar en una política fiscal expansiva o reanimadora de la actividad, que incrementaría el déficit público y obligaría a un endeudamiento adicional. Nuestra economía, como el resto de las economías europeas, han de enfrentarse al reto de racionalizar el gasto social, lo que resta casi toda posibilidad de expansión al gasto público. El carácter restrictivo de la política fiscal se compensaría con una política monetaria expansiva, que permitiría el mantenimiento de tipos bajos de interés. Como la reasignación de recursos exige una fuerte inversión, esos tipos bajos de interés re-

sultarían extraordinariamente útiles en esta coyuntura. A la política monetaria se le asigna, así, un papel decisivo en el equilibrio interno, a diferencia de lo que ha sucedido en el pasado reciente, cuando se le asignaba el logro el equilibrio externo.

Por su parte, la política de rentas busca un doble efecto. Por un lado, la moderación en el crecimiento de las rentas salariales aseguraría el mantenimiento y el control de la inflación. De otro, una tasa de crecimiento salarial más reducida, en conjunción con cambios adecuados en el mercado de trabajo, puede animar la contratación del trabajo abaratado y reducir así el paro.

De la reducción de los tipos de interés se espera, pues, el equilibrio interno, es decir, la reanimación de la actividad económica interna paralizada o desanimada. Fueron, primeramente, los altos niveles de tipos alcanzados en el período precedente en busca del equilibrio externo los que impulsaron el debilitamiento de las economías. No se puede ocultar que el «ajuste fino» del *mix* de políticas que ahora se propone, resulta muy difícil en esta nueva asignación de fines y medios de la política económica. Los riesgos y las limitaciones de la nueva política económica son evidentes y, por ello, se necesita un ajuste y revisión permanente de lo que se va a hacer.

## **FLEXIBILIDAD Y COMPETENCIA**

---

En lo microeconómico, la política económica debe tratar de asegurar, en primer lugar, la flexibilidad y el funcionamiento suave de los mercados de bienes y de factores. El mercado permite, cuando funciona perfectamente, que se produzcan las respuestas empresariales a las señales procedentes, por ejemplo, de las variaciones de precios. En el mercado de bienes, la flexibilidad exige la eliminación de intervenciones y distorsiones a la competencia que persisten en nuestra economía. En este sentido, hay que decir que hasta ahora se ha hecho poco en esa dirección. Son meritorios y estimables los esfuerzos realizados por el Tribunal de Defensa de la Competencia, pero resultan claramente insuficientes y es más preocupante la falta de actuación por parte de las autoridades tras los informes del Tribunal. Y hay muchas distorsiones que el Tribunal no ha analizado todavía. La fijación de tarifas por el sector público, la existencia de barreras de entrada, las regulaciones administrativas que eliminan la competencia o fijan condiciones de apertura, la fijación de horarios, la admisión de monopolios legales o de hecho, etc. Es más, vivimos en estos días unos cambios de tendencia peligrosos en el tratamiento de algunas de las distorsiones señaladas. Es obligada la referencia ejemplifi-

cadora a sectores como el eléctrico, cuyas tarifas, sometidas a autorización administrativa son las más altas entre las de los 14 primeros países industrializados, o el de telecomunicaciones, cuyos precios, en el sector de transmisión de datos, son un 25 por 100 superiores a los europeos. En general, existen una serie de actividades, especialmente en servicios, no sometidas a la competencia externa, que pueden elevar sus precios, repercutir en ellos las alzas de salarios y trasladarlos así a los consumidores. Todas esas situaciones encarecen las producciones de otros sectores sometidos a la competencia y rompen, incluso, las posibilidades de reducciones salariales, por la negativa ejemplaridad de los sectores cerrados a la competencia.

En el mercado de trabajo, la falta de flexibilidad crea gravísimos problemas. Son evidentes y justificadas las resistencias sociales al cambio en este aspecto, pero se necesita un mercado de trabajo capaz de incorporar las actitudes y las demandas de los participantes en el mismo, tanto si se encuentran en la situación de activos como en la de parados. Las resistencias a estos cambios son lógicas, pero hay que tener en cuenta los efectos negativos que provoca la falta de flexibilidad y la alta probabilidad de que, si la inflexibilidad se mantiene, el paro alcance tal magnitud y gravedad que acabe arrastrando todas las barreras defensivas que hoy existen en los mercados de trabajo. Los análisis empíricos han puesto de manifiesto que, en el caso de nuestro país, el elevado crecimiento de los niveles de paro en conjunción con las indemnizaciones y pagos por desempleo, instalan permanentemente en el paro a un conjunto de trabajadores. Una buena parte del paro se hace, así, estructural, lo que lleva a que se elimine su influencia en el mercado. Con ello, los efectos del paro sobre los salarios no se manifiestan como debían. Paradójicamente, nuestras tasas de crecimiento de los salarios son las más altas de Europa (7,5 por 100 en 1993), en paralelo con nuestros niveles récord de paro (23,5 por 100). Aún daré otro ejemplo, de efectos perversos. Con las enormes limitaciones que tienen estos cálculos, en el Servicio de Estudios del BBV hemos estimado que la tasa de paro no aceleradora de la inflación en España es del orden del 15-16 por 100, cifra que registra, además, un aumento en los años recientes y nos sitúa en un nivel muy superior al resto de los países industrializados. Eso significaría, si fuera verdad que si queremos mantener la estabilidad económica, necesitamos un «ejército de reserva» de parados del 15 por 100 de la población activa, lo que sería, como comprenden ustedes, terrible. Con tasas de paro más bajas, el crecimiento económico produciría inflación por las tensiones salariales que se desencadenarían.

Por ello el avance en la eliminación de restricciones a la movilidad; la flexibilización de las condiciones de despido; el cambio en la negociación colectiva; la vigorización de las políticas activas de lucha contra el paro, frente a las pasivas, de pura subsidiación; la revisión del alcance del salario mínimo, etc. son actuaciones necesarias hoy.

### **POLITICA INDUSTRIAL. CREACION DE UN ENTORNO FAVORABLE**

Las políticas de estabilidad y flexibilidad crean un marco favorable a la reasignación de recursos. Sin embargo, va a resultar necesario complementarlas con políticas específicamente dirigidas a estimular y provocar tal reasignación. Tales medidas no han de responder a la concepción clásica o tradicional de la política industrial, sino que se insertan en una concepción más amplia y más acorde con las tendencias que se adivinan en la Unión Europea. Tendrían cabida, así, medidas con efectos más lejanos, pero que constituyen parte de los instrumentos utilizados para lograr la reasignación de recursos. Políticas dirigidas, por ejemplo, a lograr la disponibilidad de un buen sistema educativo no producen resultados inmediatos en la estructura industrial, sin embargo, a largo plazo, determinan la capacidad de un país para comprometerse en investigación fundamental y convertirse en una base atractiva para industrias de altas tecnologías. Dentro del mismo concepto, hay que evaluar las directrices y posiciones que se adopten en la política comercial frente a terceros países. Como es sabido, la política frente a la competencia externa ha sido el instrumento más utilizado en la política industrial tradicional.

Las competencias sobre política industrial han pasado a la comisión de la Unión Europea a partir del 1 de noviembre de 1993. Hay que decir que la Comunidad Europea ha mantenido siempre una política industrial. En los años setenta, tal política se caracterizó por su servicio a la reestructuración sectorial. Era una política activa, selectiva y declaradamente intervencionista en la que se fijaban objetivos cuantitativos de producción, empleo, etc., y se utilizaban subvenciones sectoriales y medidas proteccionistas frente a la competencia.

En el marco de la Unión Europea, la política industrial cambia de signo. El nuevo enfoque de la política industrial comunitaria fue enunciado en 1990 en el documento COM(90), conocido como documento Bangeman. Se propone, así, delinear el tipo de política adecuado en el entorno abierto y competitivo creado por el mercado único y todo el programa de 1992. Las nuevas políticas son generales y tratan de crear un entorno favorecedor del

crecimiento de las empresas sin soportes y ayudas públicas directas. Se trata, pues, de medidas de carácter horizontal y pasivo que sirvan para estimular, directa o indirectamente, actividades tales como las de alta tecnología y alto contenido en investigación, independientemente de las industrias en las que tales instrumentos son aprovechados.

Las medidas que la comisión ha propuesto en sus documentos dan una idea de las orientaciones que prevalecen en la Comunidad. Entre ellas destacan medidas de *regulación*, tales como la creación de estándares o normas técnicas europeas, la regulación de la contratación pública, la abolición de cuotas mínimas o máximas de *inputs* o ventas en el mercado doméstico, la instalación de un marco legal coherente para los negocios europeos, el establecimiento de un estatuto de compañía europea, el estatuto de redes transeuropeas, etc. Sin embargo, la comisión hizo, en 1991, propuestas que se referían específicamente a los sectores de electrónica y tecnología de información, biotecnología, industrias marítimas y textiles y confección. Evidentemente, los primeros tres sectores son considerados de *importancia estratégica* en la economía de la Comunidad, mientras el cuarto sector, es considerado *sensible* política y socialmente, especialmente ante la perspectiva de liberalización comercial implicada por el mercado único y el desarrollo de la Ronda Uruguay. Se acepta, pues, la *concepción estratégica* de la política industrial, bajo la cual resultan admisibles programas de reestructuración específicos de ciertos sectores.

Por otra parte, el documento Bangeman explicita algunos criterios sobre las relaciones comerciales con terceros países, abordando la *protección* y la política comercial en la Comunidad, que han de estar basadas en el cumplimiento de las reglas internacionales acordadas, exigiendo el *equilibrio* entre los derechos y las obligaciones contraídas. Esta es una referencia escondida a la *reciprocidad* y a los problemas creados por la impenetrabilidad de mercados como el japonés. Hay, asimismo, propuestas para cooperación con terceros países para suprimir barreras a la inversión; disciplinar las ayudas públicas a la industria y controlar las tendencias a la instauración de políticas anticompetitivas o las posiciones dominantes en industrias tales como proceso de datos, telecomunicaciones y electrónica del consumidor. Hay, pues, una consideración del criterio de la *competencia desleal*.

Es obvio que las autoridades españolas no pueden apartarse de estas ideas en sus áreas de responsabilidad, pero también lo es que pueden explotarla al máximo, tanto con el uso directo de las políticas comunitarias como con la instrumentación de específicas políticas nacionales compatibles con

las de la Unión Europea. Un país con una situación productiva como la española tiene que desempeñar un importante papel en la determinación de la política industrial comunitaria y en la defensa de sus intereses en el ámbito de la Unión Europea. Las autoridades españolas disponen, al efecto, tanto de los recursos procedentes de las políticas comunitarias como de los obtenibles en el ámbito español. Lo importante es que se asuma una actitud decidida y sistemática por parte de nuestras autoridades en favor de la política industrial. Y que nuestros empresarios y sindicatos se sumen a esa actitud, olvidando el pasado y entendiendo hasta dónde puede llegar hoy una política industrial. Creo que es importante no mantener posiciones dogmáticas negativas en este tema. No quiero entrar en argumentos teóricos. Sólo señalaré que nuestros socios comunitarios han usado y van a usar los instrumentos de política industrial. Si los usamos nosotros, nos apropiaremos de algún beneficio. Si no entramos en ese juego, los beneficios de los demás se obtendrán a nuestra costa en un juego que nosotros mismos haremos de suma cero.

La política industrial nacional bajo las condiciones comunitarias tiene que comprometerse en acciones que mantengan o mejoren la situación competitiva de los sectores productivos españoles. La dotación de muchos factores productivos es susceptible de mejora, por ejemplo, con la inversión pública selectiva en infraestructuras que sirvan para incrementar la competitividad de los sectores productivos. La inversión en educación, formación profesional y, en general, en capital humano, es susceptible de ampliación y perfeccionamiento. La creación de un entorno favorable a la investigación es posible y necesaria. Y es, sin duda, la más rentable. Es más, la inversión pública no tiene por qué excluir ciertos planes de reestructuración sectorial o empresarial que cumplan las directrices comunitarias. Las autoridades españolas pueden aplicar en su ámbito los criterios definidos por la Comunidad. Así, por ejemplo, la aplicación del *criterio estratégico* llevaría a la justificación de ciertos planes de reestructuración de sectores en crisis potencialmente competitivos, pero, sobre todo, a la aplicación de actuaciones puntuales que eviten riesgos graves para la supervivencia de sectores de nuestra economía que se consideran estratégicos. Piénsese, por ejemplo, en actuaciones en el sector agroalimentario, cuya supervivencia exige la integración entre la producción básica, la industria alimentaria y la distribución. Todo ello, como consecuencia de que tal integración se ve dificultada porque la capacidad de decisión de una gran parte de la industria alimentaria española y del sector de distribución no están ya en manos españolas. Se puede impedir que grupos inversores extranjeros

insolventes trasladen a su país el control de ciertos sectores clave para nuestra economía, o que algunos grupos exteriores logren una posición de monopolio en nuestro mercado con su inversión. Observarán ustedes que estoy refiriéndome a decisiones que, si se hubieran tomado a tiempo, habrían evitado daños que hoy estamos viviendo y que son de imposible reparación. Sin embargo, se trata de decisiones que caben perfectamente en la nueva política comunitaria y que han de tomarse cuando reaparezcan —que reaparecerán— circunstancias similares.

## **POLITICA INDUSTRIAL: LA POLITICA COMERCIAL EXTERIOR DE LA UE**

Como he dicho, hay que incluir en la política industrial los criterios que la Comisión mantenga en lo relativo a la Política Comercial de la CE frente a terceros países. Tales criterios han de aplicarse a la toma de posiciones en la constitución del nuevo orden del comercio mundial que se está configurando en la Ronda Uruguay. La posición de la Unión Europea es decisiva en este aspecto. En principio, todos los socios están de acuerdo en que el libre comercio es el objetivo final que nadie discute, pero el camino exige un orden y el aseguramiento de una adecuada transición. Ahora bien, es la Comisión la que ha de fijar la política de la Unión al respecto y no las autoridades nacionales.

La posición de la Comunidad Económica Europea difiere sustancialmente de la de las dos grandes áreas de países industrializados. Estados Unidos mantiene, por ejemplo, fuertes mecanismos de defensa frente a la competencia exterior, con los que es capaz de implantar en muy poco tiempo una protección unilateral eficaz, pero se opone a que en Europa o en el GATT se haga lo mismo. Japón mantiene, de hecho, una política que asegura el cierre de sus mercados a la competencia y que le permite el aprovechamiento pleno de una política comercial e industrial que ha permitido el desarrollo de nuevas tecnologías a través de subvenciones y ayudas a las empresas.

La búsqueda de posiciones de *igualdad* en el desarme parece un criterio lógico dentro de un libre-cambismo racional y no fanático. El desarme europeo frente a los países menos desarrollados debe impulsarse en paralelo con el norteamericano y el japonés, porque, en otro caso, el mercado europeo, en solitario, se vería invadido por las producciones de los nuevos competidores. Lo mismo hay que decir de la apertura de mercados exigible a ciertos países de desarrollo intermedio, especialmente los de Extremo Oriente, que van a ser grandes beneficiarios del desarme de los países indus-

trializados y deben, por ello, aceptar cierta reciprocidad.

Otros principios, como la consideración de ciertos sectores estratégicos, la reciprocidad o la competencia leal deben impulsar, como se ha dicho, las actitudes comunitarias y las autoridades españolas, y nuestros empresarios deben mantener también una posición definida de defensa de los intereses españoles en ese marco de liberalización bajo el paraguas comunitario. Hay que decir que la exigencia de respeto a los principios citados es más perentoria para una economía intermedia, como la española, porque buena parte de nuestros sectores productivos son más vulnerables a la competencia del exterior y nos faltan todavía industrias o sectores intensivos en tecnología.

## **CONCLUSIONES**

La salida de la recesión es, sin duda, larga, y exige una batalla poco brillante para los políticos. Es más, la política del Gobierno es importante, pero no debe dársele carácter decisivo. Bajo las actuales reglas de la Unión Europea, lo que el Gobierno puede y debe hacer, sobre todo, es la remoción de obstáculos a la actividad empresarial más que jugar un papel activo y promotor. Por eso, lo verdaderamente decisivo es la respuesta social al clima que puede crear la política económica del Gobierno.

La respuesta social corresponde a los agentes económicos. Se requiere, en primer lugar, una *clase empresarial* dispuesta a asumir riesgos y a desempeñar la auténtica función del empresario y no la del especulador. Y el empresario que se necesita es el empresario innovador y creativo. Es preocupante, por ejemplo, que el paradigma del gestor empresarial actual sea el del empresario capaz de reducir más rápida y eficazmente la dimensión de las empresas, sus costes laborales o los gastos generales. Se trata puramente de estrategias defensivas a corto plazo que resultan plenamente aplicables a empresas o sectores en reconversión o sin futuro. Es más, en la contención de gastos, es preocupante que se ponga el énfasis en los gastos en investigación y desarrollo, con lo que, sin duda, se está hipotecando el futuro de tales empresas o sectores.

Pero, además de los empresarios, *toda la sociedad* debe tomar conciencia, primero, de que se necesita aceptar un sacrificio actual para conseguir un futuro mejor. Es difícil cifrar la cuantía de la mejora, o el tiempo que tendrá que transcurrir para que tenga lugar. Se trata de una apuesta que la sociedad debe asumir. La sociedad tiene que ser

consciente, además, del cambio de entorno en el que esta crisis tiene lugar.

Y esa incertidumbre exige, sin duda, y finalmente, un liderazgo. Y aquí es donde entran en juego los políticos. Se necesitan líderes capaces de asegurar al país que, con su gestión honesta y basada en el interés general, se hará todo lo posible para obtener resultados que justifiquen el sacrificio. Que no se van a producir despilfarros, porque la eficacia de la gestión política va a primar, sobre todo, y no va a perderse en peleas políticas o resultados electorales. Si alguien tiene que estar a la altura de las circunstancias, en este momento, son los líderes políticos, que son los que han de sembrar la confianza en el futuro de la sociedad.

## SITUACION ECONOMICA ACTUAL. VISION DESDE NAVARRA

Juan Ramón Jiménez

Por tercer año consecutivo, en 1993, la economía internacional va a presentar un comportamiento general poco satisfactorio, con una tasa de crecimiento de apenas un punto porcentual para los países industriales, según las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI).

La recuperación de los países que primero entraron en recesión (Estados Unidos y Reino Unido) a comienzos de los años noventa, se está produciendo de forma muy moderada y vacilante, mientras que en Europa continental y Japón la debilidad económica se ha visto acentuada a finales de 1992 y durante 1993. Una y otra vez, las previsiones de reactivación económica no se han plasmado en la realidad, lo cual ha contribuido a aumentar los recelos sobre las perspectivas futuras.

La Comunidad Europea está conociendo, desde la segunda mitad de 1992, una de las etapas más difíciles en relación con sus proyectos conjuntos. La entrada en vigor, el 1 de enero de 1993, del Mercado Interior, uno de los hitos en el proceso de unificación, ha sido eclipsada por la grave recesión que afecta a la mayoría de los países comunitarios. Por primera vez desde 1975, la economía comunitaria va a experimentar en 1993 un crecimiento negativo, del 0,4 por 100 según la Comisión Europea, debido en gran parte a las notables disminuciones de las dos mayores economías europeas, Francia y Alemania. Mientras que en Francia la caída será del 1 por 100, en Alemania alcanzará el 1,6 por 100. Las previsiones apuntan a tasas de crecimiento modestas para el conjunto de la economía comunitaria en los dos próximos ejercicios.

Como consecuencia de esta caída en el ritmo de crecimiento, continúa el proceso de destrucción de empleo. La preocupación por el empleo es sin duda el denominador común del mundo industrializado, pero adquiere mayor intensidad en el caso europeo, con tasas de paro en torno al 11 por 100, lo que supone un aumento de un punto y medio porcentual respecto a un año antes. Las perspectivas

de los mercados laborales son bastante sombrías, previéndose que en 1994 el paro pueda alcanzar el 12 por 100 de la población activa.

No obstante, la entrada en vigor, el 1 de noviembre de 1993, del Tratado de la Unión Europea, dotó a la misma de nuevos instrumentos para hacer frente a distintos retos tanto internos como externos.

De entre las tareas a las que se debe enfrentar la Unión Europea, a corto y medio plazo, cabe destacar las siguientes:

- El desarrollo de las disposiciones del Tratado de la Unión Europea, con la puesta en marcha de nuevas instituciones, como el Comité de las Regiones, los preparativos para la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria, la puesta en práctica de la política exterior y de seguridad común y el desarrollo de la cooperación en materia de Justicia e Interior.
- Hacer posible la vuelta al crecimiento económico y a la creación de empleo, labor absolutamente prioritaria de la nueva Unión Europea.
- Poner en marcha la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria, lo que incluye, entre otras medidas, la creación del Instituto Monetario Europeo, embrión del futuro Banco Central Europeo.
- Llevar a buen término las negociaciones de ampliación de la Unión Europea (limitada en una primera fase a Austria, Suecia, Finlandia y Noruega, pero sin olvidar otros candidatos potenciales), y sin que ello vaya en detrimento del propio proceso de construcción europea.
- Concluir a la mayor brevedad las negociaciones de la Ronda Uruguay del GATT, mediante un acuerdo global, equilibrado, justo y duradero.

En definitiva, el Tratado de la Unión Europea será, sin duda, un elemento esencial para hacer frente a los retos planteados y a los que puedan surgir en un futuro próximo.

En este sentido, resulta necesario detenerse en analizar, siquiera brevemente, la grave crisis padecida por el Sistema Monetario Europeo.

Los acontecimientos que han tenido lugar desde febrero de 1992, en que se firmaba el Tratado de Maastricht, han sido de tal magnitud que no faltan en la actualidad quienes hayan firmado el acta de defunción del SME, elemento fundamental de la Unión Europea.

Con el detonante del referéndum danés, la crisis propiamente dicha del SME, se abrió en septiembre de 1992. Con el abandono del Sistema por parte de la libra esterlina y la lira italiana, comenzó una serie de realineamientos y de devaluaciones, fundamentalmente de la peseta, el escudo portugués y la libra irlandesa, que han continuado durante el primer semestre de 1993, ante las presiones especulativas desatadas.

Nuestra moneda sufrió en mayo su tercera devaluación en nueve meses, esta vez del 8 por 100, a la que siguió la del escudo portugués, sin que por ello se observara estabilidad alguna. Las tensiones en el seno del SME fueron recrudeciéndose hasta que en el comienzo de agosto, el Comité Monetario de la CE decidió ampliar los márgenes de fluctuación bilaterales al  $\pm 15$  por 100 para todas las monedas, a excepción hecha del marco alemán y el florín holandés. La imposibilidad de mantener al mismo tiempo tipos de cambio fijos, libertad de movimientos de capital y políticas económicas descoordinadas han llevado a convertir, transitoriamente, el sistema de tipos de cambio cuasi-fijos en un sistema de tipos de cambio flotantes.

A pesar de la aparente cautela del Bundesbank para relajar su política monetaria, sus propios problemas internos y la mejora de algún indicador económico han posibilitado el 21 de octubre un nuevo descenso de medio punto en la tasa de descuento y lombarda, que se sitúan en la actualidad en el 5,75 y el 6,75 por 100, respectivamente, lo que ha ocasionado nuevas bajadas en los demás países.

En nuestro país, la ampliación de las bandas en el SME ha ofrecido un mayor margen de maniobra a las autoridades monetarias españolas para reducir los tipos de interés, incluso con independencia de las actuaciones del Bundesbank y sin riesgos de presiones bajistas sobre el tipo de cambio de la peseta.

Así, el Banco de España ha reducido en tres meses hasta cuatro veces el precio del dinero en las subastas decenales de CBEs, pasando en conjunto del 11 al 9,25 por 100, tras el último descenso de 25 p.b. el 22 de octubre de 1993.

Las actuaciones bajistas de la autoridad moneta-

ria sobre los tipos de intervención se han trasladado, con diferente intensidad, a los diversos mercados, singularmente el de deuda pública, con la consiguiente reducción de su coste para las administraciones públicas, entre las que nos incluimos, ya que, precisamente, en noviembre de 1993 ha salido al mercado la tercera emisión de bonos, dentro del Programa de endeudamiento de nuestra Comunidad, al tipo del 8,30 por 100, 5,45 puntos por debajo de la primera emisión de Deuda de Navarra, que se emitió en noviembre de 1992 al 13,75 por 100.

Respecto a la economía española, además de la inestabilidad cambiaria ya citada, la característica más destacable ha sido la recesión económica.

La caída del producto interior bruto, muy acentuada en el primer semestre del año, parece marcar el punto más bajo del actual ciclo económico. El descenso en el nivel de actividad queda reflejado en todos los indicadores macroeconómicos, pero es en la destrucción de empleo donde sus efectos han sido mayores.

Para el año 1993 se estima un crecimiento negativo del producto interior bruto del 0,8 por 100, con lo que en los dos últimos años la economía española ha obtenido resultados por debajo de su homónima comunitaria, deteniéndose de esta forma el proceso de convergencia real que tuvo lugar en los años anteriores.

Las previsiones macroeconómicas para 1994 contenidas en el Proyecto de Presupuestos del Estado contemplan una moderada recuperación de la economía española, alcanzando el PIB un crecimiento del 1,3 por 100, tasa que cabe calificar de optimista, puesto que con las informaciones disponibles no parece fácil alcanzar siquiera el 1 por 100 de aumento. Este crecimiento provendría enteramente del sector exterior, ya que se espera un práctico estancamiento de la demanda interna. Entre los componentes de esta última, el consumo privado mantendría el mismo comportamiento que el señalado para la demanda interna, mientras que para el consumo público se prevé una tasa negativa, en línea con la hipótesis asumida de contención de los gastos de las administraciones públicas.

Finalmente, las previsiones apuntan a mejoras en la inflación, con un incremento del 3,5 por 100, mientras que en lo que se refiere al mercado de trabajo continuará la destrucción neta de empleos que se reducirá al 0,7 por 100 frente al 4,3 por 100 con el que se piensa terminar en 1993, y la tasa de paro aumentará hasta situarse en el 23,4 por 100.

La economía navarra no es ajena a este recesivo entorno internacional y nacional. Durante el primer semestre del año 1993, la ocupación ha descendido un 6,6 por 100, lo que se ha traducido en una pér-

dida de 12.000 empleos, y en un aumento de la tasa de paro, que se ha situado en el 14 por 100, tres puntos por encima de la existente un año atrás, pero ocho por debajo de la media nacional.

La industria está siendo el sector más afectado, especialmente en lo referente al subsector de material de transportes, que acapara la mitad de los expedientes de suspensión de empleo registrados durante los diez primeros meses de 1993; el número total de trabajadores afectados por este tipo de medidas se ha visto multiplicado por cuatro respecto al mismo período del año anterior.

Por contra, el sector de la construcción está dando muestras de una creciente recuperación, aunque deberá consolidarse en los próximos meses. Su ocupación ha crecido de forma ininterrumpida durante los últimos tres trimestres y se acerca a los niveles máximos alcanzados durante 1991.

Por su parte, los servicios, principal generador de empleo en los últimos años, han comenzado a mostrar algunos signos de recuperación, aunque en la primera mitad de 1993 la ocupación en el sector ha caído un 3,4 por 100.

En este contexto, los Presupuestos Generales de Navarra para 1994 inciden sobre algunos de los desequilibrios que presenta nuestra economía como la atonía de inversiones desde el sector privado, la carencia de una dotación suficiente de infraestructuras productivas y el déficit público, al objeto de facilitar y potenciar el crecimiento y la generación de empleo.

Así, la estrategia del Gobierno de Navarra pretende coadyuvar a la reactivación económica, favoreciendo la recuperación de la inversión de los agentes económicos, tanto mediante la generación de un entorno favorable para el desarrollo de las actividades productivas, como a través de un conjunto de medidas incentivadoras, entre las que podemos destacar:

a) El Plan Especial de Fomento de la Inversión y el Empleo, para nuevas empresas, aprobado por Decreto Foral de 26 de julio de 1993.

b) Ley Foral de Apoyo a la Inversión y a la Actividad Económica y otras Medidas Tributarias, aprobada por el Parlamento de Navarra el 11 de noviembre de 1993.

c) Reglamento de Ayudas a proyectos de I+D en la modalidad de préstamos avalados y bonificados, aprobado por Decreto Foral de 19 de julio de 1993.

d) Convenio de Colaboración con el ICO para el apoyo financiero de las PYME, firmado por el Gobierno de Navarra en julio de 1993.

e) Plan Especial de Defensa de nuestro tejido industrial para los años 1993 y 1994.

Además de este conjunto de incentivos, las transferencias de capital incluidas en los presupuestos para 1994 y destinadas, por tanto, a cofinanciar la realización de inversiones por otros agentes económicos, ascienden a 25.954 millones de pesetas, lo que representa en términos homogéneos un aumento del 8,4 por 100 respecto al año anterior.

Los principales destinatarios de las mismas son las empresas privadas que recibirán 10.329 millones, y las corporaciones locales con 9.345 millones de pesetas, repartiéndose el resto entre las familias, instituciones sin fines de lucro y resto de agentes públicos.

En lo que a las inversiones productivas se refiere, no cabe duda de la importancia que tienen, al condicionar las posibilidades de empleo y crecimiento de la renta de un territorio.

Por ello se pretende continuar mejorando de manera relevante la dotación de Navarra en infraestructuras denominadas de productividad inmediata (redes de transporte, comunicación, energía, abastecimientos de agua, suelo industrial, etc.), que acrecienten el atractivo de nuestra región y contribuyan a reducir los costes de producción, reforzando la competitividad de las empresas.

A este fin se destina el 13,8 por 100 del presupuesto total, con un volumen de 31.956 millones de pesetas, que a pesar de ser de cuantía inferior a la presupuestada para 1993, representa un elevado esfuerzo inversor que supondrá en torno al 3 por 100 del PIB regional, muy por encima de la media del conjunto de las comunidades autónomas, que se situará próxima al 2 por 100.

La reducción del déficit público, también es un eje decisivo de la política presupuestaria del Gobierno, centrada en la reducción de los gastos y no en la elevación de la presión fiscal, puesto que este aumento generaría efectos negativos sobre los niveles de consumo e inversión privados, que agravarían aún más la debilidad económica actual.

Las reformas y procesos de ajuste que se están efectuando permiten compaginar esta reducción del déficit con el mantenimiento y consolidación de la calidad de los servicios públicos que el Gobierno de Navarra presta a los ciudadanos.

El déficit recogido en los presupuestos para 1994 es de 37.000 millones de pesetas, lo que representa una reducción de prácticamente 8.000 millones de pesetas, el 17,7 por 100 con respecto a los Presupuestos para 1993.

Ello significa continuar en la senda de reducción de los desequilibrios entre ingresos y gastos ordinarios, aunque a un menor ritmo del inicialmente previsto en el escenario de consolidación presupuesta-

ria, dado que la recesión de la actividad económica ha alterado notablemente el contexto macroeconómico en el que se elabora el mencionado escenario, aconsejando una adaptación del mismo.

Finalmente, las previsiones a corto plazo apuntan al retorno a la senda de crecimiento del PIB navarro gracias a la positiva recuperación de la demanda externa.

No obstante, el ritmo de crecimiento de la actividad productiva navarra no parece suficiente para que se dé una generación neta de empleo.

De esta forma, la caída del empleo podría rondar el 1 por 100, claramente inferior a la tasa con la que se estima terminar el año 1993 y que podría situarse próxima al 4,5 por 100.

# SITUACION Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Alfredo Pastor

La mayoría de los países europeos —entre ellos España— está atravesando una crisis económica profunda, que se refleja en una caída importante de las tasas de crecimiento y un empeoramiento notable del empleo. Además, la debilidad de la actividad económica está afectando también negativamente a las cuentas del sector público, que, al tener que soportar menores ingresos y mayores gastos, están registrando unos déficit muy elevados, mayores que los observados, por ejemplo, a mediados de la década anterior. Desde mediados del pasado año, sin embargo, se está asistiendo a una estabilización de la situación económica, al tiempo que se advierten síntomas de recuperación cada vez más robustos. En España, este relanzamiento de la actividad se detecta sobre todo en el sector exterior, que, históricamente, ha sido la base sobre la que se han cimentado los procesos de recuperación económica.

Más allá del componente cíclico inherente a toda fase de depresión económica, la presente recesión responde a una serie de factores estructurales que es importante comprender. Destaca así, en primer lugar, el proceso de unificación alemana emprendido a partir de 1991, que, en la práctica, se ha traducido en un *shock* deflacionista importante para aquellos países europeos que, ya sea en el marco del Sistema Monetario Europeo o fuera de él, tienen ligada la paridad de su moneda al marco alemán. La integración creciente de los mercados internacionales de capitales facilita una transmisión más rápida entre países de los *shocks* monetarios y limita la capacidad de la política económica, sobre todo la monetaria, para amortiguar las fluctuaciones cíclicas. En segundo lugar existen por lo menos otros dos factores que, actuando por el lado de la oferta, están teniendo, ya desde los años ochenta, un efecto depresivo notable sobre las economías europeas. Tanto la creciente competencia de los llamados «nuevos países industrializados» en ciertos sectores industriales tradicionales (textil, siderurgia, etc.) como el proceso de reforma de la agricultura en general y de la Política Agraria Común en particular (forzado también por la competencia externa) están

forzando un doloroso proceso de ajuste, en busca de una redefinición de la ventaja comparativa de las economías europeas. Con la vista puesta en el medio plazo, es posible que la integración a los mercados internacionales de los países de Europa del Este acentúe todavía más ese proceso de reestructuración productiva.

Es importante que todos los agentes económicos (trabajadores, empresarios y gobierno) reconozcan el carácter mayoritariamente estructural de estos cambios, puesto que sólo desde un planteamiento de partida realista será posible articular respuestas adecuadas. En la medida en que los cambios apuntados son, en gran parte, inevitables, la estrategia más inteligente —la única posible a largo plazo— pasa por tratar de aprovecharlos a nuestro favor, creando las condiciones que estimulen una rápida adaptación a los mismos. Intentar oponerse u obviar el nuevo contexto externo que nos rodea no sólo retrasaría la vuelta a una fase de crecimiento económico en nuestro país, sino que, además, al contribuir a perpetuar, o incluso a agravar, la situación actual de desempleo, sería una salida socialmente muy insolidaria.

Ante esta situación, el objetivo básico del gobierno es crear un marco de confianza para la recuperación de la inversión privada, puesto que ello constituye una condición indispensable para la vuelta a una senda de crecimiento y de creación de empleo. En la práctica, ello pasa por una estrategia que se define a partir de tres vectores:

- Primero, tratar de reforzar la estabilidad macroeconómica a partir de una política fiscal más disciplinada. Así, ya en 1994 se contempla una reducción del déficit público cercana al medio punto de PIB: un objetivo en apariencia modesto, pero que, dado el impacto todavía adverso del ciclo económico, esconde esfuerzos estructurales de contención notables. Pero acaso todavía más importante sea la decidida voluntad del gobierno de sostener este esfuerzo fiscal en el tiempo, en el convencimiento de que sólo desde el medio plazo resulta po-

sible construir una estrategia creíble de consolidación fiscal.

- Segundo, mejorar la capacidad de competir de la economía española, asegurando que nuestras empresas disfrutaran de unas condiciones de partida similares a las de sus competidores europeos. La reforma del mercado de trabajo puesta en marcha recientemente por el gobierno es un primer paso en esta dirección. La reforma, todavía en estudio, de las telecomunicaciones y de otros sectores, principalmente en el campo de los servicios, deben servir también al objetivo de mejorar la competitividad y, en última instancia, el nivel de bienestar de nuestro país.

- Tercero, mejorar los canales de comunicación con los distintos agentes sociales, con el fin de mejorar el clima de confianza en nuestra economía y facilitar así la toma colectiva de decisiones. Aunque en este campo el protagonismo principal corresponde a sindicatos y patronal, el gobierno ha propuesto —hasta el momento con poco éxito— un acuerdo de rentas a tres años que, al moderar el crecimiento de salarios y beneficios, permita una recuperación más rápida del empleo, contribuyendo así a un reparto más equitativo de los costes de la crisis entre empleados y parados.

La validez de la estrategia puesta en marcha por el gobierno queda reforzada por la estabilidad que ha mantenido la paridad de la peseta —sin intervenciones por parte del Banco de España— desde la ampliación de la bandas de fluctuación el pasado 2 de agosto, que ha sido compatible con importantes descensos de los tipos de interés, superiores incluso a los registrados en otras economías europeas. No debe olvidarse, sin embargo, que las facultades del gobierno en materia económica son limitadas y que, más allá de la definición de un marco estable de actuación, es al conjunto de agentes económicos a quienes corresponde asegurar la buena marcha de la economía española.

## CLAUSURA DE LAS XII SESIONES DE TRABAJO DE TESORERIA

Juan Cruz Alli Aranguren

Una vez más cumpla la grata tarea de clausurar las Sesiones de Trabajo de Tesorería que, conjuntamente, venimos organizando desde hace ya doce años la Fundación FIES y la Caja de Ahorros de Navarra.

Como ya sabéis quienes fielmente acudís a esta cita anual, nuestro objetivo principal al organizar estas reuniones es servir de punto de encuentro a los profesionales de los departamentos de Tesorería de las entidades financieras y de las empresas industriales y de servicios, y dar un rápido repaso —que otra cosa no nos permite a ninguno de nosotros el escaso tiempo disponible— a aquellos acontecimientos económicos y financieros que pueden influir de modo más directo en nuestro quehacer diario.

¿Cuáles han sido estos acontecimientos? Obviamente, no podíamos anticipar hace un año, cuando preparamos el programa que en estos dos días se ha desarrollado, qué eventos concretos habrían de producirse en el mundo financiero. Pero sí que podemos enorgullecernos de haber atisbado cuáles habrían de ser los ámbitos en que podrían producirse novedades más relevantes. Y así, consideramos que sería útil revisar la situación del Sistema Monetario Europeo. El cambio que en este ámbito se ha producido no ha podido ser más dramático. En febrero de 1992 se firmaba el Tratado de la Unión Europea en unos momentos de seguridad y solidez del sistema tales que incluso permitieron a España adelantar el calendario de liberalización de movimientos de capital sobre el período transitorio previsto. Poco más tarde, en junio de ese mismo año, las cosas cambian de rumbo. Las consultas populares en Dinamarca y Francia sobre el proceso de unidad europea, la subida de los tipos de interés en Alemania para frenar los efectos inflacionistas de la reunificación y la reducción continuada de tipos de interés en Estados Unidos para estimular su economía desembocan en la profunda crisis del sistema que ha tardado más de un año en serenarse. Contar, pues, con opiniones autorizadas sobre la situación actual, era el objetivo de las invita-

ciones cursadas a la señora Johnson, a Fernando Eguidazu y a José Viñals.

El segundo gran tema que aparecía en el horizonte temporal europeo es el de la profunda convulsión de los países del Este que, al entrar —más o menos rápidamente— en un nuevo esquema de comportamiento económico, han de aprender a aplicar un nuevo tipo de disciplina financiera. Janos Kornai, profesor de la Universidad de Harvard y miembro del «Institute for Advances Study» del Collegium Budapest, ha señalado que la disciplina financiera comporta la aplicación de cuatro reglas muy simples:

1. Para los compradores: paga lo que compres.
2. Para los deudores: cumple tu contrato de préstamo, paga tus deudas.
3. Para los contribuyentes: paga tus impuestos.
4. Para las empresas: cubre tus gastos con tus ingresos.

La evidencia de estas reglas en la economía libre de mercado es indudable, pero no lo es tanto en aquellas otras que se basan en una disciplina diferente, que consiste en la aplicación de una planificación autoritaria, sobre todo mediante el cumplimiento de objetivos cuantificados de producción y de cuotas de *inputs* para conseguirlos. Cómo las economías postsocialistas deben pasar por el duro aprendizaje de esta disciplina era la pregunta que hacíamos a nuestros invitados del Este y a los analistas internacionales.

Por último, los problemas que a nuestro país se suscitan en este agitado marco requerían un enfoque general —a lo que ha respondido cumplidamente la intervención del profesor Lerena—, y, como profesionales de actividades crediticias, hemos querido contar con alguna opinión responsable respecto de las estrategias (ofensivas o defensivas) que nuestras entidades están adoptando ante la competencia que supone el Mercado Unico.

La presentación del Estudio Delphi sobre tesorería y gestión de activos y pasivos, la tradicional intervención del Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno navarro y las palabras del Secretario de Estado de Economía han completado el apretado programa de trabajo que ahora finaliza.

A todos los que, aportando generosamente su tiempo y sus conocimientos, han aceptado convivir con nosotros estos días y poner en el acervo común sus experiencias, nuestra profunda gratitud, y especialmente para aquellos que nos acompañan por primera vez, nuestro deseo y nuestra esperanza de que hayamos iniciado una vía de comunicación y de amistad. A aquellos otros que son ya viejos amigos, poco hay que decirles, han vuelto a su casa, donde siempre les esperamos con afecto.

Gracias también a quienes cada año buscan un hueco —no siempre fácil— en sus actividades para estar con nosotros. Su presencia aquí es nuestro mayor acicate para hacer que las Jornadas de Trabajo no defrauden sus expectativas y hagan rentable la inversión de su tiempo.

Por último, gracias también a las autoridades del Ministerio de Economía que nos han honrado con su presencia.

Y dicho esto, no nos queda sino declarar clausuradas las XII Sesiones de Trabajo de Tesorería esperando que el año próximo volvamos a tener ocasión de reunirnos. Muchas gracias.



**LISTA DE ASISTENTES  
A LAS XII SESIONES  
DE TRABAJO DE TESORERIA**

---

Abadía Muñoz, Luis. Bilbao Vizcaya Kutxa.  
Abella Mascarilla, José. Caja de Ahorros de Tarrasa.  
Aguirre Garai, Mikel. Caja Rural Vasca.  
Alarcón Yuste, Salvador. Lloyds Bank.  
Alcañiz Zapatero, Alejandro. Albrim.  
Aldanondo Aramburu, Francisco. Caja de Ahorros de Guipúzcoa y San Sebastián.  
Aldaz Díaz de Rada, José Manuel. Caja de Ahorros de Navarra.  
Alli Aranguren, Juan Cruz. Gobierno de Navarra.  
Alonso Gómez, Ester. Bank of America.  
Alvarez Ruza, Alberto. Eurodeal.  
Alvarez Sánchez, José. Interdin.  
Alvarez Vaquerizo, José. Banco Santander de Negocios.  
Amengual Soria, José. Banco Atlántico.  
Antón, José Antonio. Fundación FIES.  
Aragón Velasco, Dolores. Capital Markets.  
Arrazola Idígoras, Gaizka. Caja Laboral Popular.

Baena del Pino, Francisco. Corretajes e Información Monetaria.  
Bernal Criado, Angel. Caja de Ahorros de Extremadura.  
Bravo García, Justo. Confederación Española de Cajas de Ahorros.  
Brown, Nicola. Chase Manhattan Bank.  
Busom Ferrer, Manuel. Banca March.

Caballero Gámez, José Andrés. Chase Manhattan Bank.  
Caminos Otermin, Iñaki. Bilbao Vizcaya Kutxa.  
Cánovas del Castillo, Antonio. Bank of America.  
Carrizosa Valverde, José Antonio. Caja Rural de Soria.  
Carro Martín, César. Caja Rural de Soria.  
Casilda Béjar, Ramón. Norsistemas Consultores.  
Castelo Fernández, Manuel. Banco de Crédito Local.  
Castro Martos, Alfonso. Capital Markets.  
Cavalle Miranda, Juan. Banco de la Pequeña y Mediana Empresa.  
Cerezo Toro, Santiago. Banco Central Hispanoamericano.  
Cerro Iñigo, Angeles. Dai-Ichi Kangyo Bank.  
Cestero, Miguel Angel. Capital Markets.  
Claudio Quiroga, Francisco. All Trading Dinero.  
Clemente Trujillo, Vicente. Banco Español de Crédito.  
Cobo Nogueira, José Ramón. Corretajes e Información Monetaria.  
Collantes Molinero, Cristina. Sakura Bank.  
Contreras Gómez, Carlos. Caja de Ahorros de Madrid.  
Coto de la Casa, Julio. Banco Popular.  
Cuello Luque, Sergio. Caja Postal de Ahorros.

De Bedmar, Jesús. Società Generale.  
De Diego, Angel. Banco de España.  
De la Lama, Arturo. Banco Bilbao Vizcaya.  
De la Riva, Julio. Gesmosa.  
De la Torre González, Carlos. Banco di Napoli.  
De la Torre Mostazo, Juan. Banco Español de Crédito.  
De la Torre Puente, Isaac. Caja España de Inversiones.  
De la Torre Rodríguez, Domingo. Westdeutsche Landesbank Girozentral.

De Olmedilla, Diego. Fitzgerald Internacional.  
De Otto, Carlos. Andersen Consulting.  
De Santos Radigales, Santiago. Bancaja.  
De Vega González, José Manuel. Caja de Ahorros de Avila.  
Del Valle Santín, Isidro. Enagás.  
Domínguez Navarro, Javier. Banco Español de Crédito.

Echarri, José Luis. DFM.  
Eguidazu, Fernando. Argentaria.  
Encinas, Carlos. Bankinter.  
Escribano López, José Miguel. Bilbao Vizcaya Kutxa.  
Eseverri Oharriz, M.<sup>a</sup> Elena. Caja de Ahorros de Navarra.  
España Lacalle, Antonio. Bancaja.  
Estrada Sánchez, Adoración. Interdin.  
Ezcurra, Alejandro. Nebursa, S. V.  
Ezquiaga, Ignacio. Analistas Financieros Internacionales.

Fanjul Santos, Francisco. Banco Herrero.  
Fernández Fernández, José Antonio. Caja España de Inversiones.  
Fernández Guillén, Marcial. Caja Rural de Asturias.  
Fernández Otero, Andrés. Caja de Ahorros de Vigo.  
Fernández-Capalleja, Marisa. Ficambio Mercado Interior.  
Ferrer Díaz, Joaquín. Sindicato de Banqueros.  
Fontecha, Eloy. Banco Español de Crédito.  
Fuentes Landa, Carlos. Ibercaja.

García Alonso, Jorge Juan. Confederación Española de Cajas de Ahorros.  
García Cebrián, Raimundo. Caja de Ahorros de la Inmaculada.  
García Chamorro, Carlos. Banco Exterior de los Andes.  
García Cordero, Angel. Nebursa, S. V.  
García de Bernardo, Bernardo. Caja de Ahorros de Navarra.  
García Escobar, Miguel. Caja de Ahorros de Madrid.  
García Menéndez, Javier. Corretajes e Información Monetaria.  
García Nauffal, Rafael. Banco Sabadell Multibanca.  
García Pulido, Juan. Gesmosa.  
Gil Pinillos, María Teresa. Caja Rural de Navarra.  
Goicoetxea Galarza, María Carmen. Diputación Foral de Vizcaya.  
Gomara González, Josecho. Banco Vasconia.  
Gómez García, Javier. Tokay Bank Limited.  
Gómez Sánchez, José Miguel. Corredor de Comercio.  
Gómez Somoza, Ramón. Caja de Ahorros de Galicia.  
González Aparicio, Luis Fernando. Banca Nazionale del Lavoro.  
González Aroca, Alfonso. Corretajes e Información Monetaria.  
González Cid, Manuel. Centro Corporativo Argentaria.  
González de Aguilar, Alvaro. Banco Exterior de España.  
González Iglesias, Eduardo. Banco Paribas.  
González Montes, Carolina. Banco Herrero.  
Grume Sierra, Joan. Banco Sabadell.  
Guallar Llisto, Miguel. All Trading Dinero.  
Guerra, Segura, Montserrat. Interdin.  
Gutiérrez Arnaiz, José M.<sup>a</sup>. Caja de Ahorros de la Inmaculada.

Hauyón Amorin, Roberto. Corretajes e Información Monetaria.  
Henares Almansa, Angustias. Caja Rural de Granada.  
Hernández Beneito, José Manuel. Banco Santander.  
Hernández, Lucas. Banco Exterior de España.  
Hernando Alvarez, Rosario. Gesmosa.  
Hernando Botto, Marco. Interdin.  
Hontoria Gaya, Marisa. Abogada.  
Hosokawa, Junko. Industrial Bank of Japan.  
Humanes Galán, Francisco. Confederación Española de Cajas de Ahorros.  
Hurtado Alzaga, Javier. Banco Guipuzcoano.

Iranzo, Juan. Instituto de Estudios Económicos.

Jiménez Blázquez, Margarita. Abn Amro Bank.  
Jiménez Martín Portugués, Manuel. Banco de Crédito Agrícola.  
Jiménez, Juan Ramón. Gobierno de Navarra.  
Johnson, Karen. Reserva Federal Americana.  
Juncosa Castilla, Enric. Banc Internacional Banca Mora.  
Kupa, Mihaly. Ex ministro de Hacienda de Hungría.

Lacaba Velasco, Fernando. Andersen Consulting.  
Lerena, Luis Angel. Banco Bilbao Vizcaya.  
López Bartels, Juan. Arab Bank.  
López Gallego, José. Caja de Ahorros de Burgos.  
López Milá, Enric. Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.  
López Montoya, Isabel. Banco de España.  
López Rubio, Pilar. Caja Rural de Granada.  
Ludlow, Peter. Centro de Estudios de Política Europea.  
Llano Cifuentes, Ignacio. Ficambio Mercado Interior.  
Llevet Sinfreu, Antoni. Banca Reig.  
Lloréns Blasco, José Luis. Caja Postal de Ahorros.

Mañoda, David. Banca Morgan Stanley Internacional.  
Magencio Mate, Rosario. Banco Español de Crédito.  
Mancera Mayor, Rafael. Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla.  
Maroto, Juan Antonio. Universidad Complutense.  
Martín Jadraque, Luis. Banco Comercial Transatlántico.  
Martín Macías, Eduardo. Inverseguros, S. V.  
Martín Muñoz, Concepción. Banco Hipotecario.  
Martín Ramos, Carlos. Caja de Ahorros de Cantabria.  
Martín Ruiz, Javier. Eurodeal.  
Martín Soro, José. Ibercaja.  
Martínez Aguinaga, Francisco. Caja de Ahorros de Pamplona.  
Martínez Recio, Felix. Banco Paribas.  
Martínez Torrecilla, Jesús. Caja de Ahorros de La Rioja.  
Martínez, Guillermo. Corretajes e Información Monetaria.  
Masanes Torra, Josep. Caja de Ahorros de Manresa.  
Mateo Toloba, Francisco Javier. Andersen Consulting.  
Melcón Gutiérrez, Marina. Capital Markets.  
Montero, Angel. Caja de Ahorros de Madrid.  
Moreno Agulló, Pedro. Commerz Bank.  
Moreno Alberca, Juan Pedro. Banco Español de Crédito.  
Moreno Alcántara, José Luis. All Trading Securities.  
Moreno García, Vicente. Andersen Consulting.  
Muñoz de Luna, Miguel Angel. Caja de Ahorros de Cantabria.

Navas Fossi, Francisco Javier. Multigestores, S. A.  
Nieto, Jorge. Universidad Pública de Navarra.  
Núñez Jiménez, Jesús. Banco Central Hispano Americano.

Ochoa Mazo, Javier. Banco Exterior de España.  
Orellana, Javier. Bankinter.  
Ortega Zurdo, Julio. Corretajes e Información Monetaria.  
Ortega, Raimundo. Serv. Compens. y Liquid. de Valores.

Padilla Correp, Rafael. All Trading Dinero.  
Pascual Sáez, Francisco. Banco de Crédito Italiano.  
Pastor, Alfredo. Ministerio de Economía y Hacienda.  
Penela, José M.º Banco de España.  
Pérez Arco, David. Eurodeal.  
Pérez del Campo, Manuel. Caja Rural de Toledo.  
Pérez Lara, José Luis. Caja de Ahorros del Círculo Católico de Burgos.  
Pérez Maeso, Angel Luis. Banco Atlántico.  
Pérez Martín, Andrés. Caja de Ahorros de Avila.

Pérez Martínez, Miguel. Money Market.  
Pérez Somalo, Miguel. Banco Comercial Transatlántico.  
Pomar Sancho, Pilar. Caja de Ahorros de Baleares.  
Pozuelo, Jesús. Banco de España.  
Prados del Amo, Enrique. Gesmosa-GBI.

Queipo de Llano, Gustavo. Asnef.  
Quesada, Javier. Inst. Valenciano Inv. Económica.

Rapun, Manuel. Universidad Pública de Navarra.  
Razola, Alberto. Banco Santander de Negocios.  
Real Puerta, Emilio. Banco Central Hispano Americano.  
Requeijo, Jaime. Banco Zaragozano.  
Retamar Ruano, Francisco. Credit Commerciale de France.  
Riestra García, Juan Bautista. Caja de Ahorros de Asturias.  
Robles Guitart, Josep. Banc Agrícola Cial Andorra.  
Roca Garriga, Pedro. Banca Catalana.  
Roca Piñol, José. Caja de Ahorros del Penedés.  
Rodrigo Chocarro, Ramón. Bank of America.  
Rodríguez Díaz, Gonzalo. Banco Natwest.  
Rodríguez Fernández, Miguel Angel. Gesmosa.  
Rodríguez Guerrero, Victoria. Eurodeal.  
Rodríguez López, Carlos. Eurodeal.  
Rodríguez Rodríguez, Víctor Manuel. Banco Bilbao Vizcaya.  
Romero Rodríguez, Antonio. Caja de Ahorros Insular de Canarias.  
Roquero, Cristina. Unicaja.  
Ruiz Carrillo, Diego. Caja de Ahorros de Sabadell.  
Ruiz Teresa, Manuel. Banco Exterior de España.

Saboya, Gilbert. Banc Internacional Banca Mora.  
Saiz Cebrecos, Eugenio. Royal Bank of Canada.  
Sánchez Aristi, Angel. Banco Exterior de España.  
Santamaría, María. Corretajes e Información Monetaria.  
Sicart Ortí, Ferrán. Caja de Ahorros de Cataluña.  
Sierra Ibáñez, Miguel Angel. Banco Europeo de Finanzas.  
Sorde Mentrut, Jaime. Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.  
Suárez, Pablo. Interdin.

Tato Leal, Jesús Antonio. Caja de Ahorros de Extremadura.  
Titos Martínez, Enrique. Confederación Española de Cajas de Ahorros.  
Torico Gil, Mercedes. Eurodeal.  
Torres Robert, Eudal. Caja de Ahorros de Tarragona.

Ubeda, Luis. Banco de España.  
Urriza Chocarro, Antonio. Caja de Ahorros de Navarra.  
Urrutia Giraldo, Alfredo. Banco Español de Crédito.

Vallejo Muñoz, Enrique. Gesmosa.  
Vázquez, Raúl. Alpha Corporation.  
Vega García, M.<sup>a</sup> Antonia. Capital Markets.  
Viñals, José. Banco de España.  
Villanueva Cavestany, Miguel. Banco Santander de Negocios.

Weiss, Peter. Abn Amro Bank.

Yustres Santiago, Marcelino. Banco Arabe Español.

Zafra, Pedro. Banco Santander.  
Zapata Muñoz, Francisco. Corretajes e Información Monetaria.  
Zarranz Herrera, Juan Pedro. Enresa.

## COLABORADORES

**ALLI ARANGUREN, Juan Cruz.** Nació en Pamplona en 1942. Licenciado y Doctor en Derecho por la Universidad de Navarra. Técnico Urbanista. Letrado del Ayuntamiento de Pamplona (1968-1975). Asesor de Juan Manuel Arza Muñozuri. Diputado foral y Presidente de la Diputación Foral de Navarra (1979-1983). Parlamentario foral y portavoz del grupo parlamentario de UPN tras las elecciones de 1983 y 1987. Candidato a la alcaldía y concejal de Pamplona en 1983-1987. Ha sido abogado en ejercicio y profesor en las facultades de Derecho de la Universidad de Valladolid y de la Universidad Pública de Navarra. En 1987 fue candidato a la Presidencia del Gobierno de Navarra por UPN. Desde septiembre de 1991 es Presidente del Gobierno de Navarra y, en virtud de su cargo, Presidente de la Caja de Ahorros de Navarra.

**EGUIDAZU PALACIOS, Fernando.** Nació en Bilbao en 1944. Es Licenciado en Derecho y Ciencias Económicas y Técnico Comercial y Economista del Estado. Ha ocupado diversos cargos del Ministerio de Comercio. Entre 1973 y 1976 fue miembro del Comité de Mercados Financieros y del Comité de Asuntos Monetarios y de Cambios de la OCDE. Autor de numerosos trabajos sobre el control de cambios y economía internacional. Ha sido Jefe del Gabinete Técnico del Ministerio de Comercio y Turismo; Jefe del Gabinete Técnico del Ministro de Economía y Comercio, y Director General de Ordenación Económica. Ha sido Director General de Transacciones Exteriores del Ministerio de Economía y Hacienda. Actualmente es Asesor del Presidente de Argentinaria y Director General del Banco Exterior de España.

**JIMENEZ PEREZ, Juan Ramón.** (Pamplona, 1957). Licenciado en Ciencias Económicas por la UNED y Máster en Dirección de Empresas por la Universidad de Deusto. En la empresa privada ha desempeñado diversos cargos en el Banco Atlántico y ha sido gerente de la empresa de consultoría y auditoría Peat Marwick, en Pamplona. En el ámbito público, ha sido adjunto a la Dirección de la Mancomunidad de la Comarca de Pamplona y en el actual Gobierno de Navarra ha desempeñado los cargos de Director General de Industria, Comercio, Turismo y Trabajo, primero, y de Director General de Economía, Finanzas y Presupuestos, después, cargo que ocupaba en el momento de ser nombrado Consejero de Economía y Hacienda por el Presidente del Gobierno en julio de 1993.

**JOHNSON, Karen H.** Directora Adjunta de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Washington.

**KUPA, Mihály.** Ex Ministro de Hacienda de Hungría. Actualmente es miembro del Parlamento y profesor de política económica en la Universidad Económica de Budapest.

**LERENA GUINEA, Luis A.** Nació en Nájera (La Rioja). Es Director General Adjunto y Director del Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya. Es, asimismo, Director del Centro de Estudios Bancarios de la Fundación BBV. Es Catedrático de Economía Internacional de la Universidad Complutense y pertenece —en situación de excedencia— al cuerpo de técnicos comerciales economistas del Estado. Es miembro de la Conferencia Internacional de Economistas de Banca, del grupo macroeconómico de la Asociación Bancaria para el ecu, Consejero Técnico de Nomisma, S. P. A. Es autor de numerosos trabajos de investigación sobre temas de economía internacional y financiera.

**LUDLOW, Peter.** Director del Centro de Estudios de Política Europea (CEPS).

**MAROTO ACIN, Juan Antonio.** Nació en Madrid en 1949. Diplomado en Contabilidad y Sistemas Informativos y Gestión Comercial, con premio nacional fin de carrera, y Licenciado y Doctor en Economía de la Empresa, con sendas calificaciones de premio extraordinario, por la Universidad Complutense de Madrid. Ha sido Catedrático de Economía y Administración Financiera de la Empresa en la Universidad de Valladolid y, desde 1989, lo es de esa misma especialidad en la Universidad Complutense de Madrid. Es profesor, asimismo, del Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF) desde 1980, y ha desempeñado funciones docentes en el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) del Banco de España entre 1987 y 1992. Pertenece al Registro Oficial de Auditores de Cuentas y a la Lista Internacional de Consultores de Naciones Unidas. En la actualidad es Director del Departamento de Economía Financiera de la Fundación FIES.

**MONTERO PEREZ, Angel.** Nació en Madrid en 1943. Profesor Mercantil. Licenciado en Derecho. Censor Jurado de Cuentas (Supernumerario). Profesor de Análisis de Estados Financieros en la Escuela Universitaria de Estudios Empresariales. Socio Fundador y Vicepresidente de la Asociación Española de Planificación (AESPLAN). Su trayectoria profesional se desarrolla en la Caja de Ahorros de Madrid, donde ingresa en el año 1960. Ha ocupado distintos puestos de responsabilidad como Jefe de Contabilidad, Jefe de Información y Control (dentro de las áreas de Intervención General, Fiscal y Organización y Proceso de Datos); Subdirector General. Actualmente desempeña el cargo de Director General. Es Secretario del Consejo de Administración de dicha entidad. Conocedor en profundidad del mundo de las cajas de ahorros y del Sistema Financiero Español, es autor de numerosos textos, artículos, conferencias y publicaciones.

**OTTO ROMEO, Carlos de.** Nació en Zaragoza en 1948. Licenciado en Ciencias Matemáticas por la Universidad de Barcelona. Después de un corto período de dos años como profesor universitario, entra en el mundo de la empresa de la mano de Ford España, S. A., donde desarrolla actividades relacionadas con los sistemas informáticos de esta importante industria del sector de automoción. En 1977 pasa a integrarse en Arthur Andersen & Co. como consultor en el área de sistemas para todos los sistemas industriales. Desde aquí se inicia su incursión en el sector financiero. En 1981 pasa a formar parte del Banco Zaragozano, con responsabilidades en el área de operaciones e informática, al que dedica cinco años en esta y otras áreas. Desde 1986 se reincorpora al grupo Arthur Andersen en el área de Servicios Financieros. En la actualidad es Socio Responsable de Mercados Financieros para España y Portugal, y miembro del Comité Europeo Director de la Práctica.

**PASTOR, Alfredo.** Nació en Seo de Urgel (Lérida) en 1944. Licenciado en Ciencias Económicas, Universidad de Barcelona, 1968; Ph. D. en Economics, Massachusetts Institute of Technology, 1972; Doctor en Ciencias Económicas, Universidad Autónoma de Barcelona, 1973. Ha sido Catedrático de Teoría Económica desde 1976; Professor of Economics, Boston University (1980-81); Senior Economist, Banco Mundial (1981-83); Director de Planificación, INI (1983-84); Director General, INI (1984-85); Presidente, ENHER (1985-90); Presidente, BCN-Gestlink (1990-91); Director, Instituto de la Empresa Familiar (1992-93). Actualmente es Secretario de Estado de Economía. Consejero de Unión Eléctrica Fenosa (1983-89); SEAT (1983-85); FECSA (1989-90); S.E. de Carburos Metálicos (1990); Banco de España (1990). Miembro del Patronato del Museo de Arte Contemporáneo de Cataluña hasta 1990; miembro del Patronato de la Fundación Bosch i Gimpera; miembro de la Junta del Círculo de Economía. Es autor de numerosas publicaciones.

**VAZQUEZ PEREZ, Raúl.** Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid.

Se incorporó a Arthur Andersen en 1979, trabajando seis años en la división de auditoría de entidades financieras. Posteriormente, se hizo cargo del desarrollo y dirección del área de asesoramiento financiero hasta el año 1989. En dicho año se incorporó a Alpha Corporate, S. A. (firma especializada en actividades de Corporate Finance de la Organización Mundial de Arthur Andersen), de la que actualmente es Presidente y Consejero Delegado.

**VINALS, José.** Nació en Madrid en 1954. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia. Master of Science en Economía por la London School of Economics y Doctor en Economía por la Universidad de Harvard. Ha sido Teaching Fellow de la Universidad de Harvard (1979-1981), profesor de la Universidad de Stanford (1981-1986) y profesor del Centro de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España (1988-1990). Ha trabajado en el National Bureau of Economic Research y ha sido consultor del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial. Ha sido Titulado del Servicio de Estudios del Banco de España (1984-1988) y, a partir de 1988, Subjefe de la Oficina de Estudios Monetarios y Financieros. En 1990, fue nombrado Asesor Económico del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad Económica Europea y, en 1992, Jefe del Servicio de Estudios del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad Europea. Actualmente es Jefe de Estudios Económicos del Banco de España, Research Fellow del Center for Economic Policy Research y Director de la revista *Moneda y Crédito*.

## CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRANEO. 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. Cáceres  
CAJA DE AHORROS Y PRÉSTAMOS DE CARLET. Carlet (Valencia)  
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba  
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba  
CAJA DE AHORROS DE GALICIA. La Coruña  
CAJA DE AHORROS DE CASTILLA-LA MANCHA. Cuenca  
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GIRONA. Girona  
CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA. Granada  
CAJA DE AHORRO PROVINCIAL DE GUADALAJARA. Guadalajara  
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN. Jaén  
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES. CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD. León  
CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA. Logroño  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID. Madrid  
MONTES DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA, CADIZ, ALMERIA, MALAGA Y ANTEQUERA (UNICAJA). Málaga  
CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU. Manlleu (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS DE MANRESA. Manresa (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS LAYETANA. Mataró (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS DE MURCIA. Murcia  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTINYENT. Ontinyent (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  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA. Pamplona  
CAJA DE AHORROS DE NAVARRA. Pamplona  
CAJA DE AHORROS DE POLLENSA. Pollensa (Baleares)  
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA. Pontevedra  
CAJA DE AHORROS DE SABADELL. Sabadell (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA Y SORIA. Salamanca  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GIPUZKOA Y SAN SEBASTIAN. San Sebastián  
CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS. Santa Cruz de Tenerife  
CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA. Santander  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA. Segovia  
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE HUELVA Y SEVILLA. Sevilla  
CAJA SAN FERNANDO DE SEVILLA Y JEREZ. Sevilla  
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA. Tarragona  
CAJA DE AHORROS DE TERRASSA. Terrassa (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE (BANCAJA). Valencia  
CAIXA VIGO. Vigo (Pontevedra)  
CAJA DE AHORROS DEL PENEDES. Vilafranca del Penedés (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA (CAJAVITAL). Vitoria  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA). Zaragoza  
CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGON. Zaragoza



## PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

### Ultimos números publicados:

- N.º 50. Sectores productivos españoles. Crónica fin de siglo.
- N.º 51. Balance Económico de las autonomías.
- N.º 52/53. La Batalla de Maastricht y los problemas de la economía española.
- N.º 54. Sistema Financiero 1993.
- N.º 55. Comunidades Autónomas. Situación económica actual.
- N.º 56. La competitividad de la industria española.
- N.º 57. Tribuna joven: los nuevos economistas ante el reto europeo.
- N.º 58. Entidades financieras y competitividad.

## PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

(Antes Suplementos sobre el Sistema Financiero)

### Ultimos números publicados:

- N.º 37. Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria.
- N.º 38. Libertad de movimientos de capitales. Aspectos cambiarios y fiscales.
- N.º 39. El mercado español de divisas.
- N.º 40. La financiación de las Comunidades Autónomas.
- N.º 41. Planificación fiscal internacional.
- N.º 42. Instituciones y mercados financieros. Modelos de gestión.
- N.º 43. El riesgo en las entidades de crédito.
- N.º 44. Titulización de activos financieros.
- N.º 45. Las entidades de crédito ante la unión europea.

## ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

### Ultimos números publicados:

- N.º 8. Baleares.
- N.º 9. País Vasco.
- N.º 10. Aragón.
- N.º 11. Arco Mediterráneo.
- N.º 12. La Rioja.

## ESTUDIOS DE LA FUNDACION

- 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 edición revisada).
- N.º 6. Las áreas deprimidas de España.







## PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

### ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

Núm. 50: Sectores productivos españoles.  
Crónica fin de siglo

Núm. 51: Balance económico de las autonomías

Núm. 52/53: La batalla de Maastricht  
y los problemas de la economía española

Núm. 54: Sistema financiero 1993

Núm. 55: Comunidades autónomas.  
Situación económica actual

Núm. 56: La competitividad de la industria española

Núm. 57: Tribuna joven: los nuevos economistas  
ante el reto europeo

Núm. 58: Entidades financieras  
y competitividad

### FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

**AÑO 1994**

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 350 44 00

- Papeles de Economía Española* (suscripción) .....
- Números sueltos .....
- Perspectivas del Sistema Financiero* (suscripción) .....
- Cuadernos de Información Económica*, un año .....
- Números sueltos .....
- Documentos de Trabajo* (números sueltos) .....
- Microfichas (número suelto) .....

7.000 Ptas.  
2.200 Ptas.  
6.900 Ptas.  
12.000 Ptas.  
1.600 Ptas.  
1.000 Ptas.  
1.200 Ptas.

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío  Giro postal núm. ....  Cheque bancario
- Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)
- Nombre o razón social .....
- Actividad o Departamento .....
- Domicilio .....
- Ciudad .....
- Fecha .....

..... Teléfono .....

..... C. P. .... Provincia o país .....

*Firma o sello,*

ISSN 8411329564



9 778411 329560