PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

LOS RETOS DE LA UNIÓN MONETARIA

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

INTRODUCCIÓN

Conforme se aproxima el 1 de enero de 1999, fecha prevista para el comienzo de la tercera fase de la Unión Monetaria Europea (UME), los preparativos de los países para acceder a la moneda única se convierten, de manera cada vez más evidente, en el eje sobre el que gravitan sus economías y sus políticas monetarias y fiscales. El análisis de las innumerables y complejas implicaciones de la adopción del euro, así como de la situación económica de los diferentes países de la Unión Europea y sus posibilidades de entrada en la tercera fase, son cuestiones estelares para la totalidad de agentes económicos y sociales y, muy especialmente, para los mercados financieros. Estos últimos, sin duda, se han convertido en los grandes árbitros que juzgan diariamente la viabilidad del proyecto de la moneda única, así como la idoneidad de los diferentes países y sus respectivas políticas económicas para este reto. En todo caso, existen todavía numerosos elementos de la incidencia del euro en el marco económico y financiero europeo sobre los que es necesario reflexionar en los próximos meses. Por ello, ante la complejidad de la cuestión, todo aquello que contribuya a conocer mejor los considerables cambios y retos que supondrá la implantación del euro debe ser bien recibido por analistas y estudiosos de la cuestión.

El objetivo de las XV Sesiones de Trabajo de Tesorería, organizadas por la Caja de Ahorros de Navarra y la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, fue precisamente ofrecer a los asistentes a su reunión anual de 1996 un análisis en profundidad del «estado de la cuestión» de los avances y desafíos de la Unión Monetaria. El presente número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO recopila fundamentalmente el conjunto de trabajos expuestos en las XV Sesiones, que giraron sobre dos temas. El primer tema, de carácter más genérico y al que se dedican dos trabajos, es el análisis de la situación de la economía europea y del camino por recorrer hacia la Unión Monetaria. El segundo, con connotaciones más específicas recogidas en seis artículos y un recuadro, versa sobre los principales aspectos monetarios, financieros y fiscales de la transición hacia la moneda única.

Dentro del análisis global del camino hacia la Unión Monetaria, la primera ponencia corrió a cargo de una voz tan autorizada como la del profesor **Otmar Issing**, miembro del Comité de Dirección del Bundesbank. En su trabajo se repasa de forma rigurosa y útil la situación actual de la Comunidad Europea en su transición hacia la moneda única. Este artículo parte del estado de los preparativos para el euro, y posteriormente considera un amplio abanico de cuestiones que abarcan desde la concepción de la futura política monetaria hasta la relación entre los países participantes en la Unión Monetaria y los que queden excluidos. Un aspecto que es motivo de preocupación entre los principales analistas es la política de estabilidad necesaria antes y después de la adopción del euro. Los criterios de convergencia fijados en el Tratado de Maastricht para acceder a la moneda única —estabilidad de precios, convergencia de los tipos de interés a largo plazo, una situación financiera disciplinada de las cuentas públicas— deben permanecer en lo fundamental tras el 1 de enero de 1999, especialmente en lo que se refiere a la salvaguardia del rigor presupuestario.

En segundo lugar, el profesor **Richard Harrington** realiza un balance de la situación de la economía europea ante los retos de la moneda única y de los cambios estructurales de la economía mundial, que ha desembocado en una clara tendencia hacia la globalización. La Unión Monetaria significa que los países europeos renunciarán a los efectos beneficiosos a corto plazo de unas políticas monetarias indisciplinadas y aprenderán a convivir con la estabilidad de precios. Asimismo, los países europeos se verán obligados a aceptar que existen menos posibilidades de apoyarse en la política fiscal. Por último, el crecimiento de los países asiáticos inducirá transformaciones competitivas considerables en la economía mundial que obligará a los estados europeos a fomentar el desarrollo de mercados más flexibles y eficientes.

En el segundo bloque de trabajos recogidos en el presente número se estudian los diferentes elementos monetarios, financieros y fiscales de la transición hacia la moneda única, con especial énfasis en

el caso español. El primero de los artículos de esta parte analiza las implicaciones del programa de desinflación acometido por el Banco de España desde finales de 1994 con el objetivo de lograr los criterios de convergencia. En este trabajo, el profesor **José Isidoro García de Paso** indica que una estrategia óptima de desinflación debe contribuir a una reducción duradera de la inflación al tiempo que debe evitar —en la medida de lo posible— impartir un sesgo riguroso a la política monetaria con el objeto de atenuar el impacto recesivo sobre la actividad real y la generación de empleo. En este sentido, los logros de la reciente estrategia de política monetaria del Banco de España son evidentes, tal y como revela la evolución de la tasa de inflación en nuestro país en los últimos meses.

Por su parte, **Santiago Carbó** y **Mateo García** abordan la cuestión de la adaptación institucional y operativa de los bancos centrales europeos para la tercera fase de la Unión Monetaria Europea. A nivel institucional, todavía existen algunas inconsistencias en los estatutos de los bancos centrales nacionales con el Tratado Constitutivo de la Unión Europea y con los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, que requieren su reforma antes de la tercera fase de la Unión Monetaria. En cuanto a la adaptación operativa, ya se han producido significativos avances a la hora de la selección de la estrategia y los instrumentos de política monetaria. Por último, todavía existen diferencias en los mecanismos de transmisión monetaria a través de los distintos sistemas financieros nacionales de la Unión Europea, con lo que el alcance y velocidad de los efectos de las acciones de política monetaria pueden ser algo desiguales en el futuro.

El sugerente artículo de **Juan Urrutia** evalúa las posibilidades de que el futuro Banco Central Europeo pueda cumplir su función antiinflacionaria adecuadamente. Dicho de otra forma, este autor se pregunta si se podrán mantener los niveles de reputación y credibilidad de los que disfruta el Bundesbank en la actualidad. Para ello, se plantea un ejercicio de juegos entre la política monetaria y la fiscal. El resultado obtenido apunta a que el Banco Central Europeo puede alcanzar la suficiente reputación como para ser útil debido a la descentralización fiscal y esto último será más fácil de lograr cuanto menos fanática sea la futura autoridad monetaria europea.

Los grandes cambios que se avecinan en los diferentes mercados financieros como consecuencia de la introducción del euro son objeto de análisis en el trabajo presentado por uno de los principales expertos españoles en la materia, **Raimundo Ortega**, Presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. Los efectos de contar con una moneda única, con un banco central europeo, con una política monetaria coordinada, con un sistema de pagos en tiempo real y por importes brutos, entre otros cambios, afectará radicalmente a las estructuras y las normas de funcionamiento de los mercados. Los mercados muy vinculados a las diferentes divisas, como son los de instrumentos ligados a tipos de interés, ya sean de renta fija o derivados, verán reducida su actividad de forma considerable. Por su parte, los mercados monetarios y los de renta variable sufrirán el impacto de la deslocalización y de la concentración en grandes centros de negociación. En todo caso, los mercados financieros españoles están obligados a consolidar sus ventajas y reforzar su eficiencia para poder continuar compitiendo en el nuevo marco del euro.

En cuanto a los elementos fiscales de la transición hacia la tercera fase de la Unión Monetaria, el profesor **José Barea**, Director de la Oficina de Presupuesto de Presidencia del Gobierno, analiza la estrategia y composición de los Presupuestos Generales de 1997 con la autoridad que le otorga ser uno de los máximos responsables en la elaboración de los mismos. El presupuesto de 1997, que es fundamental para la consecución de los objetivos de Maastricht en materia de finanzas públicas, viene marcado por dos grandes rasgos, a saber, la tendencia convergente hacia una seria disciplina presupuestaria y la reducción del papel del Estado en favor tanto de las Comunidades Autónomas vía corresponsabilidad fiscal como del mercado a través de un Plan de Privatizaciones de empresas públicas. La credibilidad de estos presupuestos ha sido patente tanto a nivel institucional —así lo demuestran las sucesivas rebajas de los precios oficiales del dinero por parte del Banco de España— como a nivel de las fuerzas sociales, reflejada con la austeridad con que se han elaborado las cuentas públicas de 1997. El análisis de las cuestiones presupuestarias se completa con un recuadro de los profesores **Jose Antonio García-Durán** y **Luis Ravina** sobre la economía de la consolidación fiscal.

El último trabajo de este segundo bloque nos lo brinda **Pierre Vanlerenberghe,** que sirve como contrapunto a todo lo visto hasta ahora y presenta una nueva visión del funcionamiento del mercado de trabajo para el actual contexto crecientemente competitivo y globalizado de la economía. El eje principal de su reflexión es la necesidad de reorganizar el empleo para evitar el paro masivo dentro de unos años. En este sentido, la promoción de una nueva organización social del horario, la conservación de una norma colectiva de referencia, la reducción y la codecisión del horario colectivo laboral son algunas de las propuestas de este autor.

Se incluye también en este número, como es tradicional, el Discurso de Clausura de las Sesiones a cargo de **Miguel Sanz Sesma**, Presidente del Gobierno de Navarra. Por otro lado, queremos dejar constancia del agradecimiento de los organizadores a **José M.ª Aracama Yoldi**, Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra, por sus palabras en la apertura de las Sesiones, así como a

Juan Costa, Secretario de Estado de Hacienda, por su intervención en la clausura. En este mismo sentido, los organizadores agradecen a **Victorio Valle**, Director General de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas; a **Juan Iranzo**, Director General del Instituto de Estudios Económicos; a **Eugenio Domingo**, Consejero del Banco de España, y a **Antoni Espasa**, Catedrático de Econometría de la Universidad Carlos III, por su participación en las Sesiones, así como a **José Luis Méndez**, Director General de Caixa Galicia, por su contribución en calidad de moderador.

Por último, deseamos hacer hincapié en el apéndice legislativo y documental que se encuentra al final de este volumen. El citado apéndice contiene el Libro Verde sobre las Modalidades de Transición a la Moneda Única y el Marco Legal para la Introducción del Euro, así como las Proyecciones Macroeconómicas 1996-1997 del Grupo de Expertos de Previsión Económica. Confiamos que estos documentos puedan resultar de utilidad para el lector como puntos de referencia jurídicos y económicos del hito histórico que se nos avecina con la implantación de la moneda única.

EUROPA EN EL CAMINO HACIA LA UNIÓN MONETARIA

Otmar Issing (*)

I. INTRODUCCIÓN

Hace cinco años que concluyeron las negociaciones relativas al Tratado de Maastricht; dentro de un plazo de, prácticamente, dos años deberá iniciarse la tercera fase de la unión monetaria. ¿Dónde se encuentra en estos momentos Europa en su camino hacia la unión económica y monetaria (UEM)?

Sólo de forma condicionada es útil el componente temporal para la respuesta a esta pregunta. Mucho más importante me parece un análisis que se refiera al contenido. El objetivo está claramente definido: constitución de una unión económica y monetaria, creación de un banco central, introducción de una moneda única. A estos efectos, han de construirse las bases necesarias. La senda que todavía nos queda por recorrer hasta la incorporación a la UEM tiene que evaluarse entonces con la mirada puesta en la meta perseguida, y considerando la distancia cubierta hasta ahora. Los «hitos» decisivos —para seguir utilizando el mismo símil— los establece el Tratado de Maastricht.

En él, los países miembros de la UE han acordado un plan escalonado para la puesta en práctica de la unión económica y monetaria europea. En la primera fase, que se ha prolongado hasta finales de 1993, de lo que se trataba esencialmente era de eliminar los controles todavía existentes en materia de movimientos de capitales entre los países miembros de la CE. En la segunda fase, iniciada el 1 de enero de 1994, los países miembros de la Unión Europea han de crear las condiciones precisas para llegar a la política monetaria única prevista en el Tratado. Según él, la tercera fase comenzará, a más tardar, el 1 de enero de 1999 con aquellos países que satisfagan los criterios de adhesión.

En el primer día de la tercera fase, la responsabilidad de la política monetaria se traspasará al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que se compondrá del Banco Central Europeo, pendiente de constitución todavía, y de los bancos de emisión nacionales participantes. A este respecto, hay que decir que están ya puestas las piedras angulares de la política monetaria europea: el objetivo prioritario del Sistema Europeo de Bancos Centrales es, de acuerdo con el artículo 105 del Tratado, garantizar la estabilidad de precios. A fin de asegurar, también desde el punto de vista institucional, la consecución de esta meta, el Tratado de Maastricht prohíbe al Banco Central Europeo, así como a los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, «recabar o aceptar instrucciones de órganos o instituciones de la Comunidad, los gobiernos de los estados miembros u otras instancias».

Por consiguiente, sólo pueden tomar parte en la UEM países cuyos bancos centrales nacionales hayan sido oportunamente dotados de la necesaria autonomía. Éste es un importante requisito. La estrecha relación que en el Tratado se establece entre la autonomía del banco central y los éxitos en la lucha contra la inflación no sólo puede justificarse teóricamente de forma convincente; también la comprobación empírica es inequívoca. Numerosos estudios demuestran que con un creciente grado de autonomía de un banco de emisión disminuyen, por regla general, tanto la tasa media de inflación como sus oscilaciones.

Por lo demás, están igualmente prohibidas la concesión por el banco central de créditos a instituciones públicas, así como la adquisición en los mercados primarios (art. 104) de títulos públicos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos de emisión nacionales. Éste es el reflejo de una situación traumática: la máquina de fabricar billetes al servicio de la financiación del Estado ha sido siempre, a lo largo de la Historia, la causa decisiva de todas las grandes inflaciones y, en último término, de la quiebra de la moneda.

Con todo, estas medidas institucionales constituyen una buena base sobre la que al futuro Banco Central Europeo se le presenta la oportunidad de asegurar el valor de la moneda en la Unión. Sin embargo, tal ocasión sólo la podrá aprovechar si los países miembros cumplen, sin pero que valga, todas las condiciones mencionadas en el Tratado de Maastricht para tomar parte en la tercera fase.

En este contexto, muchos son los factores que inducen a creer que el año 1997 será un año clave

para el futuro del proceso de integración en Europa:

- Desde un punto de vista técnico-organizativo, deben intensificarse los preparativos para la política monetaria común y el establecimiento del Banco Central Europeo; en el Instituto Monetario Europeo (IME), ya se trabaja intensivamente en ello desde hace tiempo.

- En el aspecto económico, para la mayor parte de los países de la UE de lo que se deberá tratar es de consolidar los esfuerzos en pos de la convergencia, a fin de poder, en 1998, probar que se satisfacen los requisitos económicos necesarios para la entrada en la UEM.

- En el ámbito político, tendrá que continuarse y concluirse la Conferencia Gubernamental, que casi siempre es objeto de discusión en público bajo la denominación de Maastricht II.

II. ESTADO DE LOS PREPARATIVOS PARA LA UNIÓN MONETARIA

El establecimiento de una unión monetaria entre un cierto número de países industrializados y orientados hacia la economía de mercado no tiene precedente comparable en la Historia, y representa un desafío totalmente nuevo. Para que este proyecto, común a todos los participantes, de crear una moneda europea estable pueda convertirse en realidad, primeramente han de cumplirse una serie de condiciones previas y, en segundo lugar, la preparación ha de llevarse a cabo con sumo cuidado. Para coordinar las tareas preliminares se montó, al iniciarse la segunda fase, el Instituto Monetario Europeo (IME), que tiene su sede en Francfort. El IME supervisa los progresos en materia de convergencia y realiza los trabajos iniciales ineludibles para la constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales, para la puesta en práctica de la política monetaria europea única y para la creación de una moneda común.

Como los preparativos, dentro y fuera de los bancos centrales, exigen una dedicación considerable en tiempo, desde hace meses se desarrollan a toda marcha las tareas técnicas y organizativas para la fase final de la UEM. Lo importante, de entrada, ha sido ofrecer a la opinión pública una idea de cómo ha de llevarse a cabo el paso a la moneda única. Por esta razón, el Consejo Europeo aprobó en la Cumbre de Madrid, de diciembre de 1995, las reglas fundamentales para la transición a la moneda europea única, que se aproximan mucho al plan de transición presentado por el IME en noviembre de 1995. Los jefes de Estado y de gobierno reiteraron, además, en Madrid su voluntad de situar en el 1 de enero de 1999 el comienzo de la tercera fase, y acordaron dar a la moneda única el nombre de *euro*.

1. El paso al euro

El calendario para la introducción del euro prevé que, lo antes posible dentro del año 1998 —es decir, apenas un año antes del proyectado inicio de la tercera fase—, y sobre la base de los datos económicos de 1997, se decida qué países cumplen con las condiciones fijadas en el Tratado y, en consecuencia, pueden tomar parte en la tercera fase de la UEM. Una vez seleccionados los países participantes, los jefes de Estado y de gobierno deberán nombrar a los miembros del Comité de Dirección del Banco Central Europeo, a fin de que éste pueda iniciar sus tareas. Después de este período provisional, en el que habrá de quedar concluida la preparación conceptual y técnica de la UEM, empieza, el 1 de enero de 1999, la llamada fase tercera, un lapso de unos tres años en el que la moneda única se introduce, de momento, como moneda de cuenta. Por razones técnicas, la conversión de billetes y monedas no comenzará hasta más tarde, previsiblemente el 1 de enero del 2002.

El primer día de la tercera fase se sustituirán, según el Tratado, los tipos de cambio bilaterales entre las monedas de los países participantes por tipos de conversión fijados con carácter irrevocable. Al mismo tiempo, se darán a conocer los tipos de cambio que servirán de base para la conversión de estas monedas en euros. Desde un principio, el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales que participen en el SEBC realizarán sus operaciones monetarias y de divisas en la moneda europea. Para algunos institutos de crédito, un reajuste tan rápido puede, sin embargo, dar lugar a algunas resistencias. Para que la transición se realice, no obstante, de la forma más suave y de la manera más neutral posible desde el punto de vista de la competencia, se ha previsto que los bancos centrales presten —en caso necesario— a sus socios respaldo en la conversión de unidades monetarias europeas a nacionales (y a la inversa).

De momento, las economías particulares podrán seguir realizando sus operaciones monetarias en la moneda que les sea familiar. En la fase transitoria, de tres años aproximadamente, no habrá ninguna coacción, pero tampoco impedimento alguno a la utilización de la moneda única. Por el momento, el medio de pago legal seguirá siendo los billetes y monedas nacionales. De todas formas, se pretende que, ya desde el comienzo de la tercera fase, las nuevas emisiones negociables del sector público se realicen en euros; sin embargo, los particulares también podrán adquirir estos valores, hasta la conclusión de la conversión monetaria, contra pago en unidades monetarias nacionales.

Transcurridos unos tres años, estarán, asimismo, disponibles en la nueva unidad de cuenta los billetes y las monedas. Durante la fase de conversión, que habrá de quedar cerrada como máximo seis meses después, circularán como medio de pago los

billetes de banco y monedas tanto europeos como nacionales. Las administraciones públicas convertirán a euros sus transacciones —suministros, pagos de impuestos, pagos de haberes a los funcionarios, prestaciones sociales, etc.— aproximadamente al mismo tiempo de introducirse los billetes y monedas europeos. Al final de este período, la moneda europea habrá sustituido totalmente como medio de pago a las monedas nacionales.

2. Preparación del instrumental de política monetaria

El poco tiempo disponible hasta el comienzo de la tercera fase lo deberá destinar el Instituto Monetario Europeo a impulsar los preparativos necesarios para la constitución del Banco Central Europeo y para la puesta en marcha de la política monetaria y de divisas únicas. En este contexto, hay que pensar, en particular, en la oportuna preparación de instrumentos y procedimientos de política monetaria con los que deberá contar el Banco Central Europeo al inicio de la tercera fase. De acuerdo con esto, la estructuración concreta del instrumental de política monetaria del futuro Banco Central Europeo es ya, desde hace algún tiempo, materia de intensos debates. La discusión en torno al instrumental se facilita por el hecho de que ya en las últimas décadas se ha podido observar en Europa un proceso notable de convergencia hacia un mayor énfasis en la política de mercado abierto (política ajustada al mercado y, con ello, neutral en cuanto a la competencia). Mientras tanto, la política de mercado abierto se sitúa en todos los países del Sistema Monetario Europeo en el centro de la política monetaria. Consecuentemente, se ha gestado un amplio consenso acerca de que esto también debería darse en el caso de la futura política monetaria europea.

A este respecto, las experiencias alemanas, con la flexibilidad de las operaciones *repos* rotativas sobre títulos valores, sugieren facilitar dinero legal más bien dentro de un sistema de operaciones reversibles a corto plazo que a través de la adquisición permanente de títulos valores. También hay unanimidad por lo que se refiere a la regulación de los tipos de interés del mercado monetario dentro del ámbito de un corredor. El límite superior lo constituirá una facilidad crediticia (similar al modelo alemán del crédito sobre valores) que, en caso de una súbita e imprevista necesidad de liquidez, sirva para limitar hacia arriba las oscilaciones de los tipos de interés en el mercado monetario. Como contrapartida, se ha proyectado una facilidad de depósitos que limite hacia abajo los vaivenes de los intereses del mercado monetario.

En cambio, es controvertido si, y de qué forma, este «equipo básico» debería completarse con otros instrumentos. Esto es especialmente aplicable a la cuestión de si el banco europeo de emisión ha de constituir una reserva mínima sobre los depósitos de las entidades no bancarias en los institutos de crédito. Desde la óptica alemana, habla en favor de este instrumento el que, sobre todo en el mercado monetario, ejerza un efecto estabilizador y el que, además, actúe en el sentido de una práctica descentralizada de la política monetaria común. Aunque hay que tomar en serio el argumento en contra de la falta de neutralidad en materia de competencia, puede contrarrestarse ampliamente esta objeción con un adecuado planteamiento como el de recurrir a coeficientes de reserva suficientemente bajos.

Por lo demás, y con base en el punto de vista alemán, debería constituirse también una facilidad crediticia que sirviera especialmente a la refinanciación básica de los institutos de crédito. En Alemania, esto está actualmente garantizado por el crédito de descuento, mediante el cual se facilita crédito contra letras comerciales. De todas formas, hay que reconocer que en el caso de la mayor parte de nuestros socios tal instrumento sólo podría establecerse a costa de mucho tiempo y recursos. Con todo, el postulado contenido en el Tratado, en el sentido de que han de estar sobre un pie de igualdad las garantías privadas y públicas dentro del marco de la refinanciación, debe ser no sólo reconocido teóricamente, sino también aplicado en la práctica.

3. Preparación de las decisiones relativas a estrategias

Además de sobre la cuestión del instrumental adecuado —en la de lo que se trata es únicamente de hacer que las decisiones fundamentales desemboquen progresivamente en preparativos concretos—, desde hace algún tiempo viene deliberándose sobre la estrategia que, en el campo de la política económica, habrá de seguir el futuro Banco Central Europeo. Es necesaria una estrategia adecuada para garantizar que las decisiones del BCE se adopten no sólo con base en consideraciones a corto plazo, sino también con la vista puesta en lo conveniente a plazo medio. El Banco Central Europeo se encontrará, en 1999, ante un problema singular: como institución de nueva creación, tendrá que presentarse ante un público que no podrá recurrir, de momento, a experiencias históricas de ningún tipo por lo que se refiere a su voluntad de mantener la estabilidad. Mucho dependerá de la celeridad con la que consiga aglutinar la suficiente reputación. Por consiguiente, es importante que —también, o justamente, a través de la elección de la estrategia monetaria adecuada— absorba de sus predecesores nacionales el mayor grado posible de credibilidad. Se ofrece por ello un planteamiento político que viene practicándose ya hoy con éxito en Europa.

Se presentan dos alternativas. Por un lado, la estrategia en la que la política se orienta directamente

por el objetivo último de la estabilidad de precios. Este enfoque se aplica actualmente, entre otros países, en Gran Bretaña y en España. Por otro lado, una política en la que el banco de emisión se sirve de un objetivo intermedio, concretamente del de la evolución de la oferta monetaria. Esta estrategia es la que aplica el Bundesbank desde mediados de los setenta. La elección entre estos dos planteamientos —la estrategia, de una sola fase, de un objetivo de inflación directo y la estrategia, de dos fases, con la oferta monetaria como variable de objetivo intermedio— deberá hacerse no sólo sobre la base de consideraciones teóricas, sino también, y sobre todo, teniendo en cuenta la experiencia hasta ahora acumulada en Europa.

El problema fundamental que ha de tener presente cualquier estrategia de política monetaria está en la complejidad del proceso monetario de transmisión y, en especial, en los prolongados y variables desfases temporales entre la aplicación de los instrumentos de política monetaria y su impacto en el proceso inflacionista. Para los adversarios del método directo, este problema parece soluble si se utilizan al máximo todas las informaciones disponibles. Los críticos presentan sus objeciones en este caso. La ventaja de los objetivos monetarios intermedios reside, por una parte, en que la evolución de la oferta monetaria pone prematuramente de manifiesto las tendencias inflacionistas, facilitando así al banco central el enjuiciamiento sobre la adecuación de la política monetaria practicada. Por otra parte, es importante la repercusión externa de los objetivos de oferta monetaria: con el anuncio del desarrollo perseguido de la oferta monetaria, se pone en manos de la opinión pública una pauta con la que puede enjuiciar al banco emisor. Las indicaciones relativas a objetivos contienen así un importante elemento de disciplina para las decisiones del banco emisor. No en último término, gracias a su política de anuncio previo de objetivos de oferta monetaria, ha estado el Bundesbank en disposición de ganar credibilidad y reputación en materia de política de estabilidad y de convertirse en el guardián de la moneda clave europea.

El problema singular de credibilidad del Banco Central Europeo, en la fase inicial de la unión monetaria, sugiere una decisión en favor de una estrategia lo más ligada posible a normas. Las ventajas de la regulación de la oferta monetaria —transparencia de las reglas de política, autosujeción a una magnitud observable por el público, así como delimitación clara del campo de responsabilidad en materia de política monetaria— son, por tanto, evidentes. Con todo, la determinación de los objetivos monetarios intermedios plantea fundamentalmente la cuestión de qué actitud debe adoptar el Banco Central Europeo en el caso de oscilaciones inesperadas de la velocidad de circulación del dinero. El Banco Federal siempre ha manejado de manera muy flexible su política de oferta monetaria, permitiendo durante una serie de años desviaciones del objetivo de oferta monetaria cuando ello le ha parecido adecuado o justificable con vistas al objetivo final. Sin embargo, para un banco central con menos reputación, una consideración tan flexible de las perspectivas de precios podría ser problemática en la medida en que aligera el carácter vinculante de los objetivos de oferta monetaria y reduce la transparencia de la regla relativa a la política. Por ello, parece lógico que el BCE busque un complemento más formalizado de la regulación de la oferta monetaria, recurriendo a las apreciaciones sobre la evolución de los precios. El banco de emisión podría entonces remitir a este elemento de su norma de decisión cuando estime necesario apartarse del objetivo intermedio. Como criterio de decisión adicional y complementario, viene especialmente al caso el pronóstico de inflación o de precios del Banco Central Europeo basado en un análisis económico global de amplio trazado.

Una conexión, vinculada a normas, de los objetivos de oferta monetaria y de los pronósticos sobre precios plantea la cuestión de qué criterio ha de prevalecer en casos de conflicto. Si el crecimiento de la oferta monetaria y los pronósticos de inflación van en direcciones diferentes, es, de momento, natural la sospecha de que ha dejado de regir, transitoriamente al menos, la relación monetaria en que se basó la deducción de objetivos. En tal caso, el orden de prelación de los criterios de decisión es claro: la actuación en materia de política monetaria la debería determinar el pronóstico de inflación y no el objetivo monetario intermedio. Este evidente orden de prelación presupone, de todas formas, que el Banco Central Europeo esté en disposición de predecir con una cierta precisión la futura tendencia de los precios. De hecho, los pronósticos de inflación para un horizonte temporal relevante para la política monetaria, de uno a dos años, adolecen de una gran imprecisión. En estas circunstancias, dejar de considerar el crecimiento monetario parece realmente negligente cuando a un pronóstico comparativamente favorable de precios se contrapone una expansión desbordante de la oferta monetaria.

Podrían tenerse en cuenta estas consideraciones, por ejemplo, fijando límites superiores para el crecimiento de la oferta y de la inflación que no puedan rebasarse ni en el caso en que el otro criterio de decisión no señale riesgos de inflación. En este supuesto, el límite superior para el crecimiento de la oferta monetaria debería fijarse con tanta mayor generosidad cuanto menos fiables parezcan las relaciones monetarias fundamentales en comparación con las previsiones de inflación. Inversamente, tendría que tomarse muy en serio el objetivo de oferta monetaria, particularmente, cuando las predicciones sobre precios parezcan imprecisas. Éste podría ser el caso, sobre todo, a medida que se amplíe el pronóstico de la predicción.

Otra propuesta tiende a elegir para el objetivo de

oferta monetaria un horizonte temporal más prolongado —por ejemplo, de dos a tres años—, y a completar esta fijación de objetivo a medio plazo con una previsión regular de precios. En diversas ocasiones se ha discutido ya en el Bundesbank el paso a objetivos de oferta monetaria de varios años. Detrás de ello está la idea de que, en el caso de oscilaciones inesperadas de la velocidad de circulación, se trata a menudo de distorsiones transitorias de la demanda monetaria que se compensan a medida que aumenta el período del objetivo. Si esto es cierto, el anuncio de objetivos de oferta monetaria de varios años del BCE haría posible reaccionar frente a las distorsiones a corto plazo de la demanda monetaria sin renunciar a las ventajas esenciales de la regulación de la oferta monetaria. En la mayor flexibilidad reside también el problema fundamental de esta modalidad de estrategia: el horizonte temporal más prolongado plantea con fuerza la cuestión de si el banco central debe compensar, acto seguido, las desviaciones iniciales con respecto a la senda hacia el objetivo con una actuación en sentido contrario también si esta política estuviera ligada a consecuencias reales negativas. Al parecer, hay en este supuesto un incentivo a «olvidar» las desviaciones respecto al objetivo ya sucedidas, y a diferir, una y otra vez, el cumplimiento del objetivo a medio plazo de la oferta monetaria. El sesgo que esto supone hacia la desviación del objetivo no pasa desapercibido para la opinión pública y debilita la credibilidad de los objetivos de oferta monetaria.

Con ello, el segundo criterio de decisión, la previsión de precios, gana en importancia. No obstante, las decisiones basadas en pronósticos de precios podrían reforzar la credibilidad del Banco Central Europeo sólo si el público puede comprobar todas las informaciones incorporadas al pronóstico. Sin embargo, si la predicción contiene informaciones que sólo están al alcance de BCE, entonces su impacto exterior queda limitado, porque desde la visión de un público escéptico podría existir la tentación para el banco de emisión de situar su previsión de inflación a un nivel demasiado bajo a fin de producir efectos positivos en materia de empleo. Debe tenerse en cuenta, al diseñarse la estrategia, esta asimetría implícita en las «sospechas» a las que está expuesto un banco central con escasa reputación.

4. La relación entre los países participantes en la unión monetaria y los restantes países de la comunidad

A medida que se aproxima la fecha de comienzo de la tercera fase, resulta cada vez más claro que no todos los países podrán ya desde el principio participar en ella. Además, Dinamarca y Gran Bretaña tienen la posibilidad de renunciar, por decisión propia, a la adhesión a la unión monetaria. Esta situación ha planteado la cuestión de la futura relación entre los países miembros de la unión monetaria y aquellos otros que no tomen parte, es decir, entre los *in* y los *out.*

Los ministros de finanzas y presidentes de bancos centrales de los estados de la UE se han puesto básicamente de acuerdo —en septiembre, en Dublín— en la creación de un conglomerado monetario entre los *in* y los *out;* la pertenencia al nuevo «mecanismo de tipos de cambio» será voluntaria. El núcleo del sistema lo constituirá el euro, al que probablemente, con anchos de banda diferentes, se vincularán previsiblemente las monedas de los países no participantes. Aunque se prevé que el Banco Central Europeo defienda, si es necesario también con intervenciones, las paridades con respecto al euro acordadas, tal cosa sólo sucederá en la medida en que no resulte afectado por ello su objetivo primario, que es la estabilidad monetaria. Se controlará regularmente la adecuación de las relaciones de los tipos de cambio, debiendo asignarse al BCE el derecho a iniciar formalmente la supervisión de estos tipos.

El acuerdo toma en consideración distintos aspectos. La delimitación de las oscilaciones del tipo de cambio en la UE tiene como finalidad apoyar el funcionamiento del mercado interior europeo y ayudar a los países no participantes en sus esfuerzos por avanzar en la convergencia. Al mismo tiempo, el sistema está concebido de tal forma que no constriña en exceso el margen de actuación del Banco Central Europeo. Con ello se ha extraído una enseñanza importante de las experiencias hechas con acuerdos monetarios anteriores: un mantenimiento demasiado prolongado de paridades monetarias ya superadas, ligado a compromisos ilimitados de intervención para todos los bancos de emisión participantes, podría haberse convertido en una puerta de entrada de complicaciones inflacionistas. Finalmente, con vistas a la esperada heterogénea estructura de los *out,* tal y como se perfila no en último término con el telón de fondo de la futura ampliación de la UE, hay que aplaudir que el acuerdo al que se ha llegado dé evidentemente pie a un tratamiento diferenciado para cada país.

III. PREMISAS DE LA UNIÓN MONETARIA EN MATERIA DE POLÍTICA DE ESTABILIDAD

La clarificación de estas cuestiones técnicas y organizativas vinculadas a la UEM es, sin duda, importante para una transición sin problemas a la tercera fase. Sin embargo, para el éxito del proyecto en su conjunto, será decisiva la perfección con la que los países hayan hecho los deberes de política de estabilidad que para la segunda fase les ha puesto el Tratado de Maastricht. Al gran desafío de crear una moneda europea estable sólo se le podrá hacer frente con éxito si los criterios de convergen-

cia fijados en el Tratado de Maastricht —estabilidad de precios, convergencia de los tipos de interés a largo plazo, una situación financiera de los presupuestos públicos a la larga aceptable, así como estabilidad de los tipos de cambio— se aplican de forma estricta cuando tenga lugar la selección de los países participantes. Sólo así puede crearse una plataforma sólida sobre la que el futuro BCE pueda construir su política. Por contra, ya antes de su puesta en práctica, con cualquier flexibilización de los criterios de convergencia quedaría el proyecto de unión monetaria gravado y desacreditado ante los ojos de la opinión pública y en la apreciación que de él hace el mercado.

1. Estado de la convergencia

En cuanto al estado de la convergencia, puedo manifestarme de una forma breve. El IME y la Comisión Europea han publicado hace unos días sus respectivos informes de convergencia, y en ellos exponen pormenorizadamente los resultados alcanzados en cada país.

El dictamen resultante es ambivalente en lo que concierne a los progresos conseguidos en materia de convergencia. Así, aunque, por un lado, han podido reducirse apreciablemente las tasas de inflación, y los tipos de interés nominales a largo plazo de la mayor parte de los países se han rebajado a continuación, en cambio, el saneamiento de las finanzas públicas ha seguido siendo insuficiente hasta ahora. En casi todos los países de la UE se rebasan ampliamente los valores umbral del 3 por 100 del PIB, para el déficit presupuestario corriente, y del 60 por 100, para el nivel de la deuda.

2. Importancia de los criterios fiscales

Con ello, el círculo de los candidatos a la unión monetaria depende decisivamente de futuras acciones de saneamiento en el ámbito de las finanzas públicas. En vista de la debilidad en el crecimiento en muchos países de la UE y del cada vez menor tiempo disponible hasta que se proceda a la selección de los países participantes, el giro en la política financiera exige de grandes esfuerzos. En esta situación, apenas si puede extrañar que se oigan voces que pongan en duda el sentido y la finalidad de una aplicación estricta de los criterios relativos al Presupuesto.

De hecho, la fijación de límites máximos concretos para el endeudamiento del Estado y el déficit presupuestario no se puede justificar de modo preciso científicamente, sino que contiene un componente de voluntad política. De todas formas, esto no puede significar que unas finanzas del Estado sanas tengan, para el acceso a la tercera fase, una importancia secundaria. Así, los efectos negativos del mal comportamiento fiscal de un país miembro en la UEM se trasladan también a otros países miembros por la vía de un nivel de tipos de interés comunes más elevado. La posibilidad de repercutir a los otros países participantes una parte del efecto de subida de intereses de los excesivos déficit presupuestarios nacionales constituye, además, un incentivo para un mal comportamiento que solamente se puede evitar o limitar con las adecuadas medidas institucionales.

Seguramente que no es conforme al espíritu de las pertinentes disposiciones del Tratado de Maastricht el que los datos del déficit o de estado de la deuda se aderecen por la vía de maniobras imaginativas, incluso en el caso aislado de que ello pudiera ser formalmente compatible con las pautas de la Contabilidad Nacional. Si, por ejemplo, el déficit actual —más exactamente, el de 1997— resulta más bajo a costa de un futuro crecimiento de los desequilibrios, tal cosa contraviene la condición de la *sustainability* de la política presupuestaria. Los mercados financieros y, no en último término, también la población seguirán con espíritu muy crítico la aplicación concreta de los criterios de convergencia y la pondrán en relación con las promesas relativas a la estabilidad del euro. Las primas de desconfianza por el nivel de los tipos de interés a largo plazo amenazan con ser el resultado de la correspondiente valoración.

Convertir en condición unas sólidas finanzas del Estado ya antes de la adhesión es la consecuencia de considerar que tampoco los estados tienden necesariamente a convertir en realidad las buenas intenciones. Así que quien prometa estabilidad en la UEM debería haber demostrado antes que realmente también es capaz de tal esfuerzo, y concretamente con el visto bueno de los ciudadanos, que precisamente para ello han otorgado en las elecciones su confianza al gobierno. Difícilmente se puede confiar en la promesa de no romper con la mala costumbre hasta la unión monetaria, toda vez que el saneamiento de las finanzas públicas en la tercera fase no tiene necesariamente visos de ser más sencillo. Si bien hay, en parte, la esperanza de primas de riesgo más bajas en los tipos de interés, el que esta expectativa se cumpla depende, justamente también, de los progresos que se consigan en el saneamiento.

Aplazar el saneamiento de las finanzas del Estado hasta después de la adhesión a la UEM sometería, por lo demás, desde un principio, la política monetaria en Europa a una presión inmensa. Si la unión monetaria se tuviera que iniciar con elevados déficit y niveles de endeudamiento de los países participantes, podría estar desde el comienzo en el ambiente la exigencia de aflojar desde el principio las riendas de la política monetaria. ¿Podría el Banco Central Europeo resistir esta presión? ¿Cómo haría frente a la previsible objeción de que, con su política monetaria basada en una «rígida doctrina

de estabilidad», pone en peligro la consistencia de una unión todavía frágil al principio? Incluso un banco de emisión que tuviese bien ganada su reputación se enfrentaría, en tal caso, a una situación difícil. Con mucha mayor razón —con todo el respeto para la autonomía que se garantiza en el Tratado— habría que aplicar esto a una institución de nueva creación.

Pero la protección de los países miembros contra las consecuencias negativas de un creciente endeudamiento del Estado en ellos, y la cobertura del Banco Central Europeo contra las presiones de fuera, no constituyen la única buena razón para cumplir estrictamente los criterios presupuestarios. El saneamiento de las finanzas públicas es algo también de interés para cada uno de los estados afectados. Con la fijación de las paridades, de forma irreversible y sin márgenes de fluctuación, desaparece de la caja de instrumentos de la política económica la opción de la modificación de los tipos de cambio. Quedan entonces como instrumentos para compensar los *shocks* exógenos específicos de países concretos, junto a la política de salarios, solamente las políticas financieras. Por ello, la posición de partida de éstas para la unión monetaria debería ser de tal naturaleza que existiera margen suficiente para que la política fiscal amortiguara los *shocks* negativos de oferta y demanda. No obstante, cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento del sector público, más limitará la carga de intereses a él ligada su margen de actuación.

3. La salvaguardia de la disciplina presupuestaria en la tercera fase

Después de lo dicho, la estricta disciplina presupuestaria no es sólo una condición imprescindible para la incorporación a la fase final de la UEM, sino que también debe exigirse a todos los participantes después. En otro caso, surgiría el riesgo de que, una vez superado el obstáculo de la adhesión, pudieran debilitarse de nuevo los esfuerzos de saneamiento, ya que habría desaparecido el instrumento de sanción más agudo, que es la no participación. Aunque esta idea está recogida en el Tratado de Maastricht en la medida en que los criterios fiscales son también esencialmente válidos en la tercera fase, debe concretarse, y recibir más «causticidad», el procedimiento de control de las políticas presupuestarias nacionales contemplado en dicho Tratado. Las medidas sancionadoras no deberían, como en él se señala, estar situadas al final de un largo e incierto procedimiento de verificación que se puede prolongar a lo largo de varios años, sino entrar en vigor, de la forma más automática posible, cuando no se respeten las reglas de juego establecidas.

De ahí que el «Pacto de Estabilidad para Europa», propuesto por el gobierno federal alemán, vaya en la dirección adecuada. En él se consideran compromisos básicos mantener, en la medida de lo posible, la tasa de crecimiento por debajo del aumento del producto social nominal y no rebasar, ni siquiera en momentos económicamente desfavorables, el límite superior previsto para el déficit del presupuesto, del 3 por 100 del PIB. También se concretan los mecanismos de sanción. En este sentido, el Pacto prevé un «depósito de estabilidad» sin interés. Si la extralimitación no se ha corregido todavía pasados dos años, el depósito se convertirá en sanción en numerario.

Si bien, mientras tanto, todos los países miembros de la Unión Europea reconocen básicamente la necesidad de que se adopten medidas claras contra las infracciones fiscales de cualquier país participante en la UEM, no existe acuerdo todavía —ni siquiera después de la reunión de los ministros de finanzas en Dublín— sobre la forma de hacerlo. Están aún sin decidir el monto de las sanciones, la concreción del procedimiento y las posibles excepciones, tales como las catástrofes naturales o las graves crisis económicas. De acuerdo con las últimas deliberaciones, no habrá, en el caso de las sanciones, ningún automatismo inmunizado contra las influencias políticas. El que la debatida «inversión de la carga de la prueba» —un país con un déficit excesivo deberá convencer a una mayoría cualificada de estados miembros de que han sido «circunstancias extraordinarias» las que han llevado a sobrepasar el valor umbral— suponga ya una apreciable mejora cualitativa con respecto a la normativa de Maastricht, dependerá de que se aclaren las cuestiones todavía pendientes. En mi opinión, son en este caso inevitables soluciones convincentes para dar credibilidad adicional a la promesa de estabilidad de la moneda europea. Sólo así se podrá hacer frente al malestar que reina —y no sólo en Alemania— entre la población y se superará la inminente prueba en los mercados financieros.

Quien, en cambio, apueste por que la pinza de la moneda común, por sí sola, pueda servir para disciplinar la política salarial y financiera de los estados participantes, olvida que la política monetaria también en condiciones institucionales favorables —particularmente, asimismo, contando con su autonomía— sigue siendo parte del proceso económico global. Si el objetivo de la estabilidad del valor del dinero no lo apoyan los interlocutores sociales ni los gobiernos, la política monetaria antiinflacionista irá acompañada en Europa de elevados costes reales. Éstos no serían buenos presagios para la futura integración europea.

De todos modos, está aún sin aclarar si, y en qué medida, la política salarial estará preparada en los primeros años de la UEM para asumir su parte en la adaptación a las condiciones marco en proceso de cambio. Yerra completamente el argumento, expresado a menudo en este contexto, de que la unión monetaria requiera del complemento de la unión social. La unificación, a nivel europeo —a la que ge-

neralmente se quiere aludir con ello—, del «estándar social» —concretamente, en esencia, en el sentido de una alineación al nivel más alto en cada momento— reduciría aún más la flexibilidad del mercado laboral y actuaría así en la dirección equivocada. También sería fatal que la moneda común acentuara la tendencia a la igualación de salarios donde las diferencias en la productividad y en la evolución de ésta exigen un desarrollo salarial diferenciado. Después del mercado de divisas desaparecería también casi del todo el mercado laboral como «amortiguador de *shocks*».

IV. PERSPECTIVAS: UNIÓN MONETARIA Y UNIÓN POLÍTICA

No se conoce en la historia ningún ejemplo de unión monetaria estable sin unidad estatal. De ahí que parezca inevitable la exigencia de una unión política como complemento —en realidad, como condición necesaria— de la unión monetaria europea. Justamente, esta marcha a compás —la evolución de la Comunidad Europea para convertirse en una Unión Europea completamente aglutinada antes del final de los años noventa— estaba también proyectada inicialmente, aunque no por todos los países miembros.

En el preámbulo del Tratado de Maastricht, aparece visible este objetivo originario. En él, los estados signatarios habían corroborado ante todo su decisión de «subir un peldaño más en el proceso de integración europea iniciado con la creación de la Comunidad Europea». Desde un punto de vista estructural, el Tratado de Maastricht asienta este proceso sobre tres «pilares»; a saber: en primer lugar, el antiguo Tratado de la CEE (hoy Tratado de la CE), ampliado después con las disposiciones relativas a la UEM y a otros campos temáticos; en segundo lugar, la política exterior y de seguridad de la unión y, en tercer término, la cooperación en la política interior y legislativa, para lo que, con el Tratado de Maastricht, se ha creado una plataforma para una acción concertada de los estados miembros.

Sin embargo, mientras que las disposiciones relativas a una política exterior y de seguridad común, así como a la cooperación en los campos de la justicia y de interior, siguen siendo comparativamente genéricas y no vinculantes, el camino hacia la UEM está ya precisa y claramente trazado en el Tratado de Maastricht. No obstante, en comparación con el «caso normal» del territorio de un Estado con moneda única, el Tratado crea con ello una clara discrepancia entre el grado, más bien modesto, de integración en el campo de la política general y la proyectada consumación de la integración monetaria.

Un papel clave en la disminución de esta discrepancia se le ha asignado en el Tratado a la Conferencia Gubernamental iniciada a finales de marzo de 1996 en Turín. Su cometido debía consistir en revisar las políticas y modalidades de cooperación. Este mandato se ha precisado y ampliado después con diferentes normas del Consejo Europeo. Así, a partir de ahora, y bajo el lema de «unión eficiente y democrática», se va sobre todo a tratar de hacer más operativa a la Unión Europea mediante reformas del entramado institucional y el perfeccionamiento de la toma de decisiones, creando también de esta manera las necesarias condiciones institucionales para las futuras ampliaciones de la Unión. Se subraya, en segundo término, que procede intensificar los esfuerzos por ganar, más que hasta ahora, a los ciudadanos para Europa y, en tercer término, con el fortalecimiento de las políticas exterior y de seguridad habrán de conseguirse progresos en la integración política.

Pero cunde la desilusión cuando se contemplan más detenidamente los objetos de negociación y las posiciones negociadoras hasta ahora conocidas, ya que se ha acordado dar confidencialidad a los resultados alcanzados. Desde un punto de vista realista, apenas se podrá esperar que en los próximos meses se consiga el gran salto. Aunque muchos estados miembros parecen estar dispuestos a dar un pequeño paso en pos de la unión política más allá de las reformas institucionales y procesos de decisión considerados, serán al mismo tiempo necesarios grandes esfuerzos para alcanzar progresos prácticos que rebasen las declaraciones políticas de intenciones, vinculando al mismo tiempo a unos socios que hasta ahora se han mostrado más bien entre escépticos y básicamente reticentes.

Así, en el pasado, ha quedado una y otra vez evidente que es muy menguada en numerosos estados miembros la disposición a conseguir avances en la integración en campos tan importantes como la política exterior y de seguridad común o la coordinación de las legislaciones fiscales o medioambientales nacionales. Un ejemplo elocuente lo ofrece la modificación de la recaudación del IVA, inicialmente prevista para principios de 1997. Si bien es indiscutible que las ventas transfronterizas dentro del ámbito del mercado interior deberían recibir el mismo tratamiento que las ventas dentro de un Estado miembro, ha resultado hasta ahora imposible alcanzar un acuerdo sobre las cuestiones de distribución o reparto ligadas al cambio de sistema. En consecuencia, parece que se va a perpetuar la normativa transitoria dada en 1993.

Pero si la voluntad política no es suficiente para, más allá del perfeccionamiento del Tratado de Maastricht, seguir el camino hacia la unión política, habrá tanto más que intentar proteger a la unión monetaria contra las amenazas que pueden derivarse de la discrepancia entre la integración en el campo monetario y en el de la política general. Cuanto mayores sean las esperanzas puestas en la función integradora de la moneda única, más importante será proteger este acuerdo —calificado por W. Möschel de «Comunidad Europea mínima»—

contra las cargas provenientes de otros campos. En este contexto, es decisiva una constitución financiera de la Unión que excluya las infracciones fiscales de los distintos países participantes en la unión monetaria tanto como las actuaciones ilegales de los países miembros cometidas al unísono.

NOTA

(*) Conferencia dada por el profesor Otmar Issing, miembro del Comité de Dirección del Banco Federal Alemán, el 14 de noviembre de 1996, dentro del marco de las Jornadas Internacionales celebradas en Pamplona. Traducción de José M.ª Mas.

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA EUROPEA

Richard Harrington (*)

I. INTRODUCCIÓN

La economía europea sigue siendo cíclica (1). Después de un rápido crecimiento al final de los ochenta, se produjo un frenazo al comienzo de los noventa, seguido de un nuevo crecimiento en 1994 y 1995. Pero esta última mejora se ha revelado perezosa y el crecimiento de la producción se prevé que sea en 1996 inferior al 1,5 por 100, aunque se espera que crezca en 1997. La inflación se ha reducido a los niveles más bajos de los tres últimos decenios, pero en la mayoría de los países el paro continúa aumentando. En el conjunto de Europa ha crecido más del 10 por 100 desde 1993 y no hay ninguna razón para esperar que se reduzca sustancialmente en el futuro inmediato.

A medio plazo, tres cuestiones claves que afectan a todas las naciones europeas copan las perspectivas. Estas cuestiones son: *a)* el paso previsto a la moneda única; *b)* la necesidad de reformar los presupuestos estatales y de controlar el crecimiento de las transferencias sociales, y *c)* los reiterados cambios estructurales en la economía mundial ocasionados por el desarrollo rápido y continuo del sudeste asiático y el potencial desarrollo rápido de otras áreas del mundo, como el subcontinente asiático y los antiguos estados comunistas de la Europa del Este. Cómo les vaya a los diferentes países dependerá de cómo sus economías se ajusten a estas cuestiones, cada una de las cuales presenta sus propios problemas y sus propios retos.

II. LA ECONOMÍA EUROPEA: EVOLUCIÓN Y TENDENCIAS

En los treinta y cinco años que van desde 1960 a 1995, la producción en la economía europea creció a una media anual del 3,2 por 100. Teniendo en cuenta el crecimiento de la población, esto significa que las rentas reales crecieron en el período aproximadamente dos veces y media sobre su nivel original. El crecimiento americano fue similar, con un promedio del 3 por 100 anual, y el crecimiento japonés fue más rápido, con un promedio del 5,6 por 100 anual.

Los promedios a largo plazo ocultan muchos datos y, de hecho, se produjeron cambios importantes en este período. Esto se demuestra en el cuadro número 1, que nos da el crecimiento medio durante tres subperíodos para Europa en conjunto, Estados Unidos, Japón y las cinco mayores naciones europeas. El cuadro muestra, por lo general, altas tasas de crecimiento de la producción durante los años sesenta y comienzos de los setenta, seguidos por un decenio de brusca reducción del crecimiento y, en la mayoría de los países, una modesta mejora posterior.

El período de los años sesenta y comienzos de los setenta formó parte de la larga y rápida prosperidad de la posguerra, cuando la mayoría de las naciones desarrolladas experimentaron un rápido crecimiento de los niveles de vida, conjuntamente con, por lo general, un paro bajo y, en la mayoría de los casos, relativamente bajas tasas de inflación. Pero las predicciones de aquellas personas que avisaron que la situación no sería estable y que se incrementaría la inflación se revelaron ciertas a la larga, y al final de los sesenta y comienzos de los setenta se produjo un repunte inflacionista mundial que propició que los productores de petróleo actuaran como un cartel y multiplicaran rápidamente el precio del petróleo. Los intentos de limitar la inflación en prácticamente todos los países desarrollados y la transferencia de recursos reales a los productos de petróleo produjeron una deflación general: las tasas de crecimiento cayeron y el paro comenzó a subir.

Pero la inflación había adquirido su propia dinámica y en muchos países permaneció en niveles altos. Un incremento posterior en los precios del petróleo en todo el mundo, en 1979, y unos esfuerzos más resueltos para limitar la inflación ocasionaron un período posterior de recesión al comienzo de los años ochenta. Ya entonces existía un mayor conocimiento de la importancia de las políticas monetarias como medio de combatir la inflación y la recesión de comienzos de los ochenta se vio marcada por políticas monetarias restrictivas y altos tipos de interés.

CUADRO NÚM. 1

EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN EN TRES PERÍODOS

	1960-1973	1974-1983	1984-1995
Europa Occidental	4,8	1,9	2,4
Estados Unidos	4,0	1,8	2,8
Japón	9,6	3,5	3,2
Alemania	4,3	1,6	2,7
España	7,3	1,5	2,8
Francia	5,4	2,2	2,0
Italia	5,2	3,2	2,2
Reino Unido	3,2	1,1	2,4

Nota: Europa Occidental comprende los quince Estados miembros de la UE más Islandia, Noruega, Suiza y Turquía. Las cifras de Alemania se refieren a Alemania del Oeste hasta 1991 y a toda Alemania en lo sucesivo.
Fuente: OCDE, *Estadísticas históricas*, 1960-1969, y *Perspectivas Económicas*, 1996.

Durante la última mitad de los años ochenta, las naciones desarrolladas volvieron a alcanzar un sustancial crecimiento de su producción, pero el aumento del empleo fue modesto y la inflación comenzó a aumentar nuevamente. Los altos tipos de interés, que en Europa se prolongaron debido a la reunificación de Alemania, produjeron una nueva recesión, de la que la economía europea se está recuperando ahora.

La situación actual es de modesta recuperación. La economía europea creció, aproximadamente, el 2,5 por 100 en 1994 y en 1995, se espera que crezca el 1,5 por 100 en 1996 y algo más en 1997. Pero cualquier proyección actual debe contar con los efectos de los cambios presupuestarios, ya que los diferentes gobiernos buscan modificar sus gastos y sus ingresos impositivos de manera que cumplan con los criterios fiscales para la UME. La mayoría de los países de la UE se esfuerzan ahora para mejorar su posición presupuestaria, pero los efectos a corto plazo de estos esfuerzos están condenados a ser deflacionistas. El paro en la UE ha superado el 11 por 100 desde 1993 y es poco probable que caiga significativamente en un futuro predecible.

III. UNIÓN MONETARIA EUROPEA

1. Política monetaria

Tras la unión monetaria subyace la idea de que si la Unión Europea debe crear y mantener un mercado único necesita una moneda única. Es obvio que ello sería conveniente y ahorraría mucho tiempo y algunos problemas inherentes a tener que operar con distintas monedas, pero más allá de esto se puede sostener que se verán fortalecidas las inversiones a largo plazo en el exterior y, más en general, la integración económica cuando hayan desaparecido los diferentes tipos de cambio y los consiguientes cambios generalizados en los costes y precios relativos.

Pero si estas ventajas son tan grandes, ¿por qué, en primer lugar, todos tenemos diferentes monedas? O incluso, si tenemos diferentes monedas, ¿por qué hemos tenido semejantes fluctuaciones en los tipos de cambio? Hemos tenido largos períodos en el pasado en los que muchas monedas mantuvieron valores estables entre ellas, lo que producía al menos alguno de los beneficios de la moneda común, aunque estos acuerdos nunca han durado. Repetidamente, se ha vuelto a la flexibilidad en los tipos de cambio de una u otra manera.

En el pasado, la respuesta a estas preguntas sería que países diferentes se enfrentaban a circunstancias económicas diferentes y elegían también políticas económicas diferentes. Ello redundaba en diferentes tasas de inflación y se deducía inevitablemente que las paridades en los tipos de cambio tenían que cambiar. Pero los puntos de vista se han alterado radicalmente debido a la experiencia de los últimos cincuenta años de políticas macroeconómicas y a la evolución de la teoría económica.

En primer lugar, los economistas han vuelto a descubrir el punto de vista de que la inflación es inútil a largo plazo. Durante muchos años del siglo XX la gente opinaba que una inflación modesta era, o bien una compañía necesaria en la actividad económica de alto nivel, o incluso algo deseable en el sentido de que el firme incremento de los precios facilitaba el ajuste real entre los salarios y los precios en un momento en el que, con frecuencia, se oponía resistencia a los verdaderos movimientos nominales a la baja. Todavía se pueden encontrar estos puntos de vista, pero la mayoría considera que la inflación ni facilita un alto nivel de empleo ni ayuda al ajuste de los precios relativos. Cuando la inflación persiste, todos nos acostumbramos a ella, a la que adaptamos en consecuencia nuestro comportamiento, por lo que deja de tener cualquier impacto positivo sobre la economía.

Esto constituyó un redescubrimiento. Los economistas clásicos, a partir de mediados del siglo XVIII, opinaban que la única consecuencia a largo plazo de crear más dinero sería el alza de los precios. Pertenece al siglo XX la idea de que la política monetaria podía cambiar permanentemente el nivel de producción o el nivel de empleo.

En segundo lugar, los economistas redescubrieron la creencia de que la inflación se puede controlar. No sólo es indeseable, sino también innecesaria. Creemos ahora que políticas monetarias apropiadas pueden proporcionarnos estabilidad en los precios o, por lo menos, algo semejante a ello. También esto es un redescubrimiento: los economistas clásicos opinaron siempre que la inflación la causaba el exceso de dinero y que limitando la cantidad de dinero en la economía se reduciría la inflación.

En tercer lugar, esos cambios en la teoría parecen sustentarse en la práctica, particularmente en la práctica de Alemania. Este país, con un clara antipatía hacia la inflación y un banco central independiente, ha conseguido durante cuarenta años mantener una inflación baja con un alto nivel de vida y, hasta hace poco, unos niveles bajos de paro.

La teoría y la práctica parecen sustentar el punto de vista de que la inflación es indeseable e innecesaria. Se puede evitar sin coste a largo plazo, y si ello es así, lo sensato sería que la política de todos los bancos centrales se encaminara a alcanzar la estabilidad de los precios. Y si todos los bancos centrales actuaran así, seguirían todos la misma política. Ya no necesitaríamos políticas separadas y, por tanto, no necesitaríamos autoridades monetarias separadas. Podríamos tener una sola moneda para Europa y un banco central que la administrara. Todas las ventajas prácticas cotidianas de una única moneda serían posibles sin ningún coste a largo plazo. Podríamos apuntalar el mercado único y avanzar enormemente hacia la integración económica europea, sabiendo que ello sería un beneficio económico muy positivo a largo plazo.

Ésta parece ser la lógica del Tratado de Maastricht firmado en febrero de 1992 y que ejerce ahora una influencia dominante sobre las perspectivas económicas de todos los miembros de la UE. ¿Es correcta? ¿Podemos estar seguros de que podemos disfrutar los beneficios de tener precios estables sin coste en términos de bajas tasas de producción y de empleo?

He hablado de que los economistas han redescubierto las ideas de sus predecesores de los siglos XVIII y XIX. Durante ciento cincuenta años ha sido un argumento central de la política económica clásica que los cambios en la cantidad de dinero afectaban únicamente a los precios, y no tenían ningún efecto sobre la producción y el empleo. Pero se decía que esto se aplicaba a largo plazo; a corto plazo, los cambios en la cantidad de dinero afectaban a las condiciones de los negocios, afectaban a la producción y el empleo, causaban alzas rápidas y depresiones. Y el corto plazo podía durar muchísimo.

Éste es, en esencia, el dilema. A largo plazo, durante decenios, no se puede ganar nada con la inflación. Los comportamientos se ajustan, la gente se habitúa a la depreciación del dinero y nada cambia realmente. Pero una vez que se hayan ajustado los comportamientos, una vez que se hayan efectuado los acuerdos, que se hayan formado los hábitos mentales, ¿con qué rapidez se puede cambiar todo ello? Para decirlo tajantemente, ¿con qué rapidez pueden los países que han vivido con una inflación alta durante decenios cambiar a una moneda estable?

Todos hemos tenido historias diferentes, instituciones diferentes, acuerdos sociales diferentes y mercados de trabajo diferentes. Para que una única política monetaria deba beneficiar a todos se requiere una convergencia real. Las diferentes economías deben parecerse mucho más entre ellas, y en cuestión de política monetaria e inflación, las diferentes economías deben parecerse a Alemania. Las subidas salariales y de precios deben ser bajas; los precios relativos deben ser más flexibles.

El riesgo es que se consiga la convergencia monetaria, pero no la convergencia real. Obtenemos estabilidad en los precios con acuerdos bajos en los salarios, pero a base del coste de un lento crecimiento de la producción y una subida del paro, con el consiguiente aumento de la conflictividad laboral que ello puede acarrear. Las perspectivas actuales no parecen buenas. En los últimos tres años hemos conseguido una mayor convergencia económica: los tipos de cambio han sido relativamente estables, las tasas de inflación han caído a niveles bajos, se ha producido una cierta convergencia en los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo. Pero el crecimiento de la producción ha sido modesto, el empleo se ha estancado y las cifras del paro han crecido.

Si la política monetaria se considerara hermética, antiguamente se hubiera buscado el alivio compensatorio de la política fiscal. Pero en la actualidad ello no es posible ni a corto ni a largo plazo.

2. Criterios fiscales

El Tratado de Maastricht exige que los países consigan y mantengan un déficit presupuestario de no más del 3 por 100 del PIB y una deuda pública que no supere el 60 por 100 del PIB. Existe la posibilidad de interpretar flexiblemente estos criterios, pero presumiblemente más en lo que se refiere a los criterios sobre la deuda que a los criterios sobre el déficit. Verdaderamente, habrá que aplicar alguna flexibilidad, puesto que en 1995 once de los quince estados miembros de la UE mantenían niveles de deuda pública que superaban el límite del 60 por 100, en muchos casos con creces. En muchos países no existe ninguna posibilidad realista de reducir los niveles de deuda al 60 por 100 en 1997. Pero no parece probable que se conceda mucha flexibilidad con respecto al criterio de que el déficit público no supere el 3 por 100 del PIB.

Cuando se firmó el Tratado de Maastricht, una mayoría de países tenían un déficit público inferior a la cifra-objetivo del 3 por 100. Pero la situación presupuestaria se deterioró con rapidez prácticamente en todos los países, con el resultado de que en 1995 solamente Dinamarca, Irlanda y Luxemburgo mantenían aún déficit inferiores al 3 por 100 del PIB nacional. Algunos países han anunciado desde entonces mayores impuestos y otras medidas para reducir el gasto público. Pero a pesar del optimismo de la Comisión Europea (2), no está nada claro qué

países lograrán reducir su déficit público por debajo del límite del 3 por 100. Lo que sí está claro es que los esfuerzos para conseguirlo realizados por tantos países al mismo tiempo tendrán un importante efecto deflacionista a corto plazo sobre la economía europea, lo que ha sido criticado como inapropiado en las actuales circunstancias por muchos economistas (3).

La prisa actual por reducir los déficit presupuestarios parece poco afortunada, si bien en términos generales es necesario que los gobiernos europeos busquen controlar tanto el crecimiento de su propio gasto como la proporción de éste que se financia mediante el endeudamiento (4).

IV. POLÍTICA PRESUPUESTARIA

Durante los tres últimos decenios el gasto público ha crecido rápidamente en todos los países desarrollados. Esto se aprecia en el cuadro núm. 2, que muestra el porcentaje de gasto público en el PIB en cuatro subperíodos que comprenden los años 1960-1993. Las cifras se refieren a Europa Occidental en su conjunto, a Estados Unidos, Japón y los cinco mayores países europeos individualmente considerados. El resultado global está claro: el total de gasto público, incluyendo la compra de bienes y servicios y los pagos a la seguridad social, aumentó en Europa desde aproximadamente un tercio de la renta nacional durante los años sesenta y comienzos de los setenta hasta aproximadamente la mitad de la renta nacional a mediados de los años noventa. Este crecimiento en la proporción sobre la renta nacional tuvo lugar en un momento en el que ésta crecía, por lo que el crecimiento del gasto público en términos absolutos fue mucho más rápido de lo que puede parecer a primera vista. En números redondos, en los treinta y cinco años que van de 1960 a 1995, el gasto público en términos reales se multiplicó por cinco.

Los ingresos públicos también han crecido, pero no tan rápidamente, por lo que han seguido creciendo los déficit públicos. Esto se refleja en el cuadro número 3. En los años sesenta y comienzos de los setenta, los gobiernos europeos tendían a equilibrar sus presupuestos; algunos países tenían déficit modestos, pero otros tenían excedentes, con lo que el promedio de déficit resultaba bajo. Desde entonces, la tendencia ha sido al aumento del déficit, y a mediados de los años noventa, el promedio de los déficit públicos se aproxima al 5 por 100 de la renta nacional.

Existe un acuerdo creciente en que estas tendencias no sólo no pueden continuar, sino que hace falta un esfuerzo sostenido para invertirlas (5). Hay para ello muchas razones. En primer lugar, buena parte del incremento del gasto público se ha destinado a pagos a la seguridad social, señaladamente a pagos referidos a pensiones, desempleo y enfermedad o incapacidad. Preocupa que la existencia de generosos subsidios de desempleo pueda desincentivar la busca de trabajo y contribuir así a un aumento del paro. Algunos de los impuestos necesarios para pagar los subsidios se cargan a los empresarios, a menudo de manera que equivale a un impuesto sobre el trabajo. Lo que se conoce como la «cuña fiscal» —la diferencia entre los ingresos netos de un trabajador y los costes brutos de un empresario— ha crecido y cabe esperar, razonablemente, que ello vaya en detrimento del empleo.

En segundo lugar, los impuestos se añaden generalmente a los costes y hacen que la producción sea más cara, y la producción es cada vez más móvil y se puede desplazar de un área a otra, de un país a otro. Con frecuencia, muchas sociedades pueden elegir dónde situar las nuevas inversiones. Cuanto mayor sea el nivel de la imposición —tanto personal como societaria— mayor será el incentivo para que las sociedades inviertan en otro lugar.

En tercer lugar, la alta imposición estimula el fraude fiscal y el crecimiento de la economía sumergida. No conocemos el tamaño de la economía sumergida, y aunque las opiniones al respecto difieren ampliamente, una mera observación sugiere que se encuentra muy extendida en muchos países europeos. Esto es algo que nos debería preocupar.

CUADRO NÚM. 2

PORCENTAJE DEL TOTAL DE GASTOS PÚBLICOS EN RELACIÓN CON EL PIB

	1960-1973	*1974-1979*	*1980-1989*	*1990-1993*
Europa Occidental	34,8	43,5	48,2	50,0
Estados Unidos	29,4	32,5	35,8	37,5
Japón	19,5	28,4	32,8	33,0
Alemania	37,5	47,5	47,8	47,8
España	—	26,8	39,1	45,4
Francia	38,0	43,3	50,2	51,9
Italia	33,7	42,9	49,0	54,5
Reino Unido	31,6	39,2	45,0	44,0

Fuente: OCDE, *Estadísticas históricas*, 1960-1993.

CUADRO NÚM. 3

PORCENTAJE DE DÉFICIT PÚBLICO EN RELACIÓN CON EL PIB

	1960-1973	*1974-1979*	*1980-1989*	*1990-1993*
Europa Occidental	0,2	3,3	4,1	4,8
Estados Unidos	0,6	1,4	3,3	4,5
Japón	– 1,0	3,4	1,5	– 1,5
Alemania	– 0,5	3,0	2,1	2,7
España	—	0,7	4,5	5,2
Francia	– 0,5	1,1	2,1	3,4
Italia	3,1	9,2	10,9	10,1
Reino Unido	0,8	4,1	2,5	4,5

Fuente: OCDE, *Estadísticas históricas*, 1960-1993.

El fraude fiscal —por el que entiendo la evasión ilegal de impuesto, y no la manipulación habilidosa de los resquicios legales— es fraudulento e injusto. Es injusto por cuanto los honrados tienen que pagar por los que no lo son. Y si no se controla, el fraude alimenta el fraude. A las sociedades honradas que pagan sus impuestos les debe parecer difícil y desalentador competir con las que no los pagan. Algunas, finalmente, sucumbirán a la tentación de emularlas y podrán justificar su propio fraude con esa finalidad del negocio perpetua, pero difícil de encontrar: la igualdad de oportunidades para todos.

Hemos avanzado ya mucho en ese camino. Es evidente que en muchos países europeos un gran número, quizá mayoritario, de ciudadanos no considera que sus relaciones con el gobierno estén sometidas a las tradicionales reglas de honradez. Los impuestos existen para ser evadidos o reducidos, mientras que hay que reclamar los subsidios en cuanto sea posible.

Para el conjunto de la sociedad, la honradez es un beneficio social. Si tenemos elevados niveles de honradez, tendremos que dedicar pocos recursos, tanto públicos como privados, a una amplia gama de medidas disuasorias, procedimientos de seguridad y de vigilancia en general. Si tenemos niveles más bajos de honradez, entonces tendremos que dedicar más recursos a estas cuestiones. Sería estúpido pretender que los altos niveles de imposición son los únicos responsables de los bajos niveles de honradez extendidos en muchos países europeos, pero es muy probable que influyan, y debería tomarse esto muy en serio.

En cuarto lugar, hay que señalar que al lado de la evasión fiscal existen también muchas actividades dedicadas a encontrar vías legales para evadir o reducir impuestos. Esto, por definición, no es fraudulento, pero sí muy improductivo socialmente: no añade nada al producto final. Son actividades socialmente improductivas. Se puede decir una vez más que no hay nada nuevo en ello: la gente siempre ha buscado evadir impuestos. Pero se puede esperar que cuanto más altos sean los impuestos mayores serán los recursos que se empleen para evadirlos.

Los anteriores son debates sobre el nivel de gasto público y de imposición. Se deberían considerar también las cuestiones del endeudamiento público. Hace unos cincuenta años, los economistas keynesianos explicaban al mundo que no sólo era legítimo que el gobierno financiara sus gastos mediante el endeudamiento, sino que a menudo era también deseable que así lo hiciera. Cuando la economía se encontraba en recesión, el gobierno podía estimular la demanda gastando más de lo que recaudaba mediante impuestos. Ésta era la idea de la política fiscal anticíclica, y parecía una buena idea.

Pero como con tantas otras buenas ideas se ha abusado de ella. La lógica de la política fiscal anticíclica es que el gobierno debería gastar más de lo que ingresa durante la fase de recesión del ciclo, pero debería ingresar más durante la fase de alza del ciclo. En el total del período del ciclo, el gobierno debería tener un presupuesto equilibrado o algo similar. Pero lo que ha ocurrido en los dos últimos decenios es que muchos gobiernos se han convertido en deudores netos habituales, manteniendo amplios déficit en la recesión y déficit modestos en la fase de alza, y como resultado de ello, el total de deuda pública no ha dejado de crecer.

Dado que otras cosas se mantienen idénticas, ello significa que el gobierno absorbe una gran cuota de ahorro nacional. Para ello, tiene que pagar los tipos de interés necesarios, y el amplio endeudamiento público del gobierno tenderá a hacer que suban los tipos de interés, lo que reducirá la inversión del sector privado. En la mayoría de los países desarrollados se ha producido en los últimos treinta años una disminución de la proporción de renta nacional dedicada a la inversión. Si queremos invertir en esta tendencia, sería deseable que el gobierno dejara de absorber el gran volumen de ahorro nacional que absorbe ahora.

Los anteriores argumentos sugieren que nos debería preocupar el crecimiento de la actividad gubernamental en la economía moderna y la forma en que se financia. Pero existe una razón más para preocuparnos, y es que la situación actual no es estable. Sin reformas estructurales, el gasto público continuará creciendo tanto en términos absolutos como en su porcentaje de la renta nacional.

Cambios demográficos

La gente vive más. El número de jubilados se ha incrementado durante muchos años y se puede esperar que continúe haciéndolo. La tasa de natalidad ha descendido y los datos actuales nos permiten prever ya que el porcentaje de gente mayor en la población crecerá ampliamente a comienzos del próximo siglo. A menos que haya un cambio significativo en la tasa de natalidad, esta tendencia continuará en los próximos decenios. Los jubilados reciben pensiones estatales y tienden a requerir más ayuda médica, lo que significa más gasto público. Así que si no cambian las políticas, el gasto público continuará creciendo durante muchos años. Este crecimiento no sólo lo es en términos absolutos, sino también en su porcentaje de renta nacional.

La posición varía ampliamente de un país a otro y, naturalmente, hay distintas perspectivas sobre la estimación del crecimiento del gasto público, aunque en general la posición está clara. En cuadro núm. 4 muestra las estimaciones preparadas por la OCDE sobre los incrementos del gasto público como porcentaje de la renta nacional. El cuadro proporciona las cifras en tres fechas futuras correspondientes a algunas de las economías más desarrolladas.

CUADRO NÚM. 4

IMPACTO ESTIMADO EN LA HACIENDA PÚBLICA DEBIDO AL ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN

	2010	2020	2030
Estados Unidos	0,3	1,7	4,3
Japón	3,5	7,0	7,5
Alemania	0,2	0,9	5,8
España	0,3	2,1	6,1
Francia	0,2	2,9	5,6
Italia	0,7	3,1	9,4
Reino Unido	0,8	0,9	2,1

Nota: Las cifras son estimaciones del incremento de gasto público en pensiones y en salud, en porcentaje de la renta nacional, que tendrá lugar si las políticas no cambian como resultado del envejecimiento de la población.
Fuente: Perspectiva Económica, OCDE, junio 1996.

En muchos países, los cambios demográficos provocarán un lento, pero constante, crecimiento de las peticiones al gobierno. Se pueden esperar también otros cambios que tendrán efectos semejantes: las nuevas y costosas formas de tratamiento médico son un caso característico. No se deberían interpretar las predicciones económicas de manera alarmista, pero son un testimonio más añadido a otros que sugieren que el nivel actual y la financiación del gasto público constituyen un serio problema. Se tendrá que producir una reforma estructural en el futuro. Será difícil y complicada, pero parece inevitable.

Un esfuerzo sostenido para reducir el gasto público y para reformar la Hacienda pública reducirá inevitablemente el campo de acción para utilizar la política fiscal como medida de estabilización a corto plazo. El paso a la moneda única ha reducido el campo para utilizar la política monetaria de esta manera. Ambas formas de política macroeconómica serán menos válidas en el futuro. Los gobiernos están perdiendo su capacidad para facilitar la estabilización a corto plazo, y ello en un momento en el que la economía mundial cambia rápidamente.

V. CAMBIOS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Hasta hace poco se podía considerar que el mundo se componía de países desarrollados, menos desarrollados y el bloque comunista. Lo que era entonces una simplificación conveniente es ahora algo bastante ilusorio. El comunismo se ha derrumbado en la antigua URSS y en la Europa del Este y los países democráticos que han surgido están liberalizando sus economías y buscan unas relaciones comerciales con las naciones de Europa Occidental muy diferentes de las del pasado. En el sudeste asiático, algunos países han gozado de un rápido crecimiento económico durante años, crecimiento que parece extenderse ahora por toda la región. Los países del subcontinente indio también han comenzado a liberalizar sus economías y alcanzar más altas tasas de crecimiento de sus productos.

El cuadro núm. 5 muestra las tasas de crecimiento medio de una serie de países del Sudeste asiático durante los años 1985-1993. Se puede ver que tres de los nueve países mostraron tasas de crecimiento durante los ocho años de más del 8 por 100 anual. Otros tres, incluyendo a China, tuvieron tasas de crecimiento de aproximadamente el 6 por 100. Tasas de crecimiento económico como éstas cambian rápidamente la sociedad: crecimientos del 5 por 100 anuales doblarán los niveles de vida cada nueve años, crecimientos del 6 por 100 anuales lo harán cada doce años. Tampoco es el caso de que todos estos países estén comenzando ahora a desarrollarse y tengan todos en la actualidad bajos niveles de renta. Según las cifras del Banco Mundial, si se tiene en cuenta el poder adquisitivo, en 1993 Hong Kong tenía un PNB per cápita superior al de Alemania y Singapur no se alejaba mucho (6). Corea del Sur, Malasia y Taiwán tienen todos rentas per cápita superiores a las de los antiguos países comunistas de Europa del Este.

Estas evoluciones son perfectamente conocidas y sus consecuencias serán trascendentales. Si continúan las tendencias actuales, cambiará el centro de gravedad de la economía internacional: tanto el consumo como la producción de fuera del mundo tradicionalmente desarrollado avanzarán constantemente y superarán a los de las economías tradicionalmente desarrolladas. El Sudeste asiático es ya un gran centro fabril, y teniendo en cuenta las elevadas tasas actuales de inversión y la disponibilidad de una amplia y cada vez más preparada fuerza de trabajo, se puede predecir que la producción fabril continuará allí su expansión tanto en términos absolutos como en porcentaje de la producción manufacturera mundial. En Europa puede que la producción continúe creciendo lentamente, pero sólo a costa de fuertes inversiones que ahorren trabajo. El

CUADRO NÚM. 5

CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EL SUDESTE ASIÁTICO, 1985-1993
(Tasas medias de crecimiento, países seleccionados)

China	6,5
Hong Kong	5,3
Indonesia	4,8
Malasia	5,7
Singapur	6,1
Corea del Sur	8,1
Taiwán	8,1
Tailandia	8,4
Vietnam	4,8

Fuente: Atlas Económico del Banco Mundial, 1995, excepto en el caso de Taiwán, cuya cifra se calculó con los datos de la *Perspectiva Económica Mundial,* del FMI, octubre de 1994.

empleo fabril ha caído sustancialmente en Europa durante los últimos quince años y se puede esperar que continúe haciéndolo. Brown y Julius (1993) y Brown (1994) predijeron que el empleo en la industria en Europa mostrará en el siglo XXI un modelo parecido al del empleo en agricultura en el siglo XX; es decir, un constante declinar hacia un pequeño porcentaje del total de la población.

El lado positivo es que los nuevos países industrializados, ya sea en Asia o en cualquier otro lugar, no desean deshacerse de sus productos; en la medida en que crezcan sus mercados, crecerán sus demandas de importaciones. Aquí surgirán muchas oportunidades para las naciones europeas. Pero para ello será necesaria la flexibilidad. Las economías europeas deberán ser capaces de adaptarse y ajustar su producción a nuevas demandas, principalmente en el sector servicios. Entre otras cosas se requerirá una fuerza laboral adaptable y cualificada, y se requerirá invertir en capital físico y humano. Es una presión añadida para reformar nuestras economías.

VI. CONCLUSIÓN

Todos los asuntos anteriormente discutidos tienden a una sola conclusión: la economía europea prosperará en el futuro en la medida en que pueda adaptarse y volverse más flexible. Ello exigirá un cambio cultural junto a cambios económicos. En particular, habrá menos campo para que el gobierno solucione los problemas y será necesaria una mayor confianza en la iniciativa privada en el marco de los mercados competitivos. Esto no significa que el gobierno no continúe ejerciendo importantes funciones en la economía, pero sí significa que será necesario volver a examinar estas funciones y buscar formas para reducir el ámbito de las actuaciones del gobierno.

La unión monetaria europea significa que todos los países europeos, o al menos los que compartan la moneda única, renunciarán a los beneficios a corto plazo de unas políticas monetarias indisciplinadas y aprenderán a convivir con algo que se aproximará a la estabilidad en los precios. Para que ello no conduzca a un paro creciente se requiere una eficiente actuación de los mercados y una mayor responsabilidad en el comportamiento de los precios y los salarios.

Al mismo tiempo que los países europeos planean este cambio a un entorno de estabilidad en los precios, y la consiguiente dedicación de la política monetaria a objetivos a largo plazo, tienen que aceptar también que tendrán menos posibilidades de apoyarse en la política fiscal que en el pasado. La mayoría de los países encontrará necesario concentrarse en los objetivos a medio plazo de reducir el gasto y el déficit públicos. Esto tendrá efectos deflacionistas a corto plazo y la rapidez en superarlos dependerá nuevamente de lo bien que operen los mercados y de lo flexibles que sean los precios.

Finalmente, el crecimiento dinámico de la economía asiática ocasionará cambios duraderos en la economía mundial resultantes de un cambio fundamental en las ventajas comparativas. Esto requerirá también mercados flexibles y eficientes. El reto es desarrollar estos mercados, desterrar las actitudes que consideran que los gobiernos son la solución a todos los problemas y permitir a los mismos gobiernos ser a la vez más pequeños y más eficientes para prestar los servicios que realmente no puedan ser prestados desde el sector privado.

NOTAS

(*) Traducción de Nicolás Álvarez Tolcheff.

(1) En el presente trabajo, las referencias a la economía europea aluden a la Europa de la OCDE, es decir, los quince estados miembros de la Unión Europea más Islandia, Noruega, Suiza y Turquía.

(2) Véase la previsión semestral de la Comisión Europea publicada el 6 de noviembre de 1996.

(3) Véase, por ejemplo, ARTIS (1996).

(4) Véase ISSING, Otmar.

(5) Para una reciente y amplia discusión de este asunto, véase OCDE (1994) y OCDE (1996). Véase también MASSON (1996).

(6) Véase el *Atlas Económico del Banco Mundial* de 1995.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARTIS, M. (1996), «Pasos alternativos a la UME», *Diario Económico.*

BROWN, R. (1994), «Competencia industrial entre el oeste y el borde del Pacífico», *Actas de la Sociedad Estadística de Manchester.*

– y JULIUS, D. (1993), «"¿Es todavía importante la manufactura en el nuevo orden económico?", de R. O'Brien», núm. 7 de *Finanzas y Economía Internacional,* ensayos premiados de la Revista del Banco Amex, Prensas Universitarias de Oxford, 1993.

ISSING, Otmar (1997), «Europa en el camino hacia la Unión Monetaria» en este mismo número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

MASSON, P. R. (1996), «Dimensiones fiscales de la UME», *Diario Económico.*

OCDE (1994), *Estudio de la OCDE sobre el empleo.*

– (1996), «Políticas y perspectiva económica de la OCDE», *Perspectiva Económica,* junio.

BALANCE DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA TRANSICIÓN HACIA LA UME

José Isidoro García de Paso

I. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, la política monetaria española ha venido incardinándose de forma cada vez más acusada en el marco del cumplimiento de los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht, especialmente en lo referido al requisito de estabilidad de los precios. Para ello, los legisladores españoles consideraron prudente adaptar nuestra normativa a la exigencia contenida en el artículo 108 del Tratado de Maastricht, a saber: que los estatutos de los bancos centrales de los estados miembros de la Unión Monetaria Europea (UME) deberían asimilarse a los del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) en cuanto a su independencia respecto de los gobiernos y al objetivo prioritario de promover la estabilidad de los precios, con una antelación de varios años sobre la fecha límite para llevar a cabo dicha adaptación (que, como bien es sabido, será la fecha de constitución del SEBC en el momento en que se decida qué países accederán a la tercera fase de la UME). En consecuencia, los legisladores españoles creyeron oportuno cumplir desde el primero de junio de 1994 el denominado criterio «adicional» de convergencia referido a la adaptación suficiente a los estatutos del SEBC con el fin de facilitar el requisito de convergencia de la tasa de inflación española hacia las tasas de los países menos inflacionistas de la Unión Europea (UE).

Por tanto, un balance de la política monetaria española durante el proceso de transición hacia la UME debe enmarcarse dentro de un programa de desinflación con el objetivo de converger hacia el núcleo menos inflacionista de la UE, una vez dotado el Banco de España de independencia con respecto del gobierno y de un objetivo primordial de estabilidad de precios gracias a su Ley de Autonomía de 1 de junio de 1994. En el uso de la libertad de formulación e instrumentación de la política monetaria que le confieren los artículos 8 y 9 de la citada Ley, el Banco de España decidió llevar a cabo el programa de desinflación referido, expresando en noviembre de 1994 su intención de situar gradualmente la inflación, medida por el índice de precios de consumo (IPC), por debajo de una tasa estable del 3 por 100 a lo largo del año 1997, ya que se estimó que el logro de este objetivo permitiría —al mismo tiempo— el cumplimiento del requisito de convergencia en inflación, expresado en términos de «un comportamiento de precios sostenible y una tasa promedio de inflación, observada durante un período de un año antes del examen —en la primavera de 1998— que no exceda en más de un 1,5 por 100 la de, como máximo, los tres estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios».

Al mismo tiempo (en noviembre de 1994), el Banco de España proporcionó una trayectoria de referencia para la inflación en el tránsito hacia el objetivo fijado. Así, para lograr un progreso adecuado hacia ese objetivo, la tasa de crecimiento del IPC debía situarse en los primeros meses de 1996 entre el 3,5 y el 4 por 100.

El nuevo objetivo fijado por el Banco de España en diciembre de 1996 implica un avance adicional en la estrategia de desinflación de la economía española, definiendo con mayor precisión la senda necesaria para maximizar las posibilidades de cumplir el requisito de convergencia en precios. Así, ese objetivo se ha concretado en situar la tasa interanual de inflación —medida por el IPC— cerca del 2 por 100 durante el transcurso de 1998, para lo cual dicha tasa debería estar próxima al 2,5 por 100 a finales de 1997.

Para hacer un balance de la política monetaria que ha llevado a la práctica el Banco de España a partir de su nuevo Estatuto, con el objetivo de cumplir los requisitos de convergencia del Tratado de Maastricht, presentaré, en primer lugar, un marco conceptual —desarrollado por vez primera por Mervyn King (1996)— donde discutir la velocidad con la que el objetivo de inflación —implícito o explícito— en la política monetaria converge hacia la estabilidad de precios (lo que podríamos denominar la velocidad óptima de desinflación), así como la velocidad a la que la política monetaria compensa perturbaciones transitorias en la tasa de inflación (lo que podría denominarse la flexibilidad óptima de la política monetaria).

II. LA VELOCIDAD ÓPTIMA DE DESINFLACIÓN

Dado que España ha sido tradicionalmente un país inflacionista (siendo, por ejemplo, el promedio de inflación de los años ochenta medido por el IPC de un 10,3 por 100) y que durante los primeros años noventa existía una importante divergencia en inflación con respecto a los países menos inflacionistas de la UE, el Banco de España se vio abocado a diseñar una estrategia de desinflación que permitiera cumplir a medio plazo el criterio de Maastricht, y a más largo plazo, instalase a la sociedad española en una situación de estabilidad de precios. Sin embargo, dadas las décadas de elevada-moderada inflación sufridas por nuestro país, el Banco de España no pudo tener como objetivo una reducción inmediata de la inflación compatible con la estabilidad del nivel de precios, ya que la política monetaria tiene efectos a corto plazo sobre la producción real y el empleo, de modo que una política monetaria contractiva insuficientemente prevista por los agentes privados genera unos costes que crecen más que proporcionalmente con el ritmo de desinflación buscado. Estos costes de la desinflación surgen como consecuencia de la modificación del régimen de política monetaria perseguido por el banco central —su objetivo último de inflación disminuye—, ya que los agentes económicos privados se enfrentan a una considerable incertidumbre a la hora de valorar si ese régimen realmente se ha modificado o no. El banco central debe convencer al sector privado de que el régimen ha cambiado efectivamente, pero ese convencimiento tardará más en producirse cuanto más prolongado haya sido el período inflacionista al que trata de ponerse fin. Por consiguiente, cuanto menos creíble para el público sea el objetivo de inflación del banco central, menos se ajustarán las expectativas de inflación a la baja y mayores serán los costes del proceso desinflacionista en términos de producción real y empleos perdidos.

El modelo a utilizar para discutir el proceso de desinflación óptimo es muy sencillo y consta únicamente de tres relaciones (1). La primera relación es una función de oferta agregada (o con otra denominación, una curva de Phillips a corto plazo ampliada con expectativas de inflación) que nos indica que la oferta agregada de la economía es mayor que la producción «natural» si la inflación efectiva es más elevada que la esperada por los agentes privados cuando acuerdan los salarios nominales —los cuales presentan rigidez, ya que tienen una duración fija de un período de tiempo—. Además, esta relación indica que la producción efectiva se ve sometida a perturbaciones posteriores a la firma de esos contratos, pero previas a la ejecución de la política monetaria por parte del banco central, por lo que éste podría potencialmente estar interesado en contrarrestar en todo o en parte dichas perturbaciones (lo que dependerá de su propia función de utilidad).

La segunda relación es una función de demanda agregada que nos expresa la relación positiva que existe entre la demanda agregada de la economía tanto con los saldos monetarios reales como con la tasa esperada de inflación. Esta relación procede, a su vez, de una demanda de dinero en términos nominales tradicional (donde esa demanda depende positivamente del nivel de precios y de la producción real y negativamente del tipo de interés nominal), de una demanda de bienes que depende positivamente de los saldos reales de dinero y negativamente del tipo de interés real y de la definición del tipo de interés real como el tipo de interés nominal menos la tasa de inflación esperada.

La tercera y última relación es la función de reacción del banco central a través de la que se determina la política monetaria (la oferta monetaria o el tipo de interés a corto plazo, dependiendo del instrumento que utilice el banco central) en función de distintas variables económicas observables, entre las que se encuentran las perturbaciones que afectan a la economía en cada período de tiempo.

La combinación de estas tres relaciones permite expresar la producción y la inflación efectivas de cada período como funciones de los parámetros del modelo, de las expectativas de inflación del sector privado y de la perturbación del período. La forma particular que presentan estas dos funciones permite, a su vez, expresar la función de reacción del banco central (su política monetaria) como la elección de dos variables: su objetivo de inflación para cada período —la tasa de inflación deseada para cada período por el banco central en ausencia de perturbaciones— y su respuesta discrecional a la perturbación observada. Toda política monetaria puede, entonces, expresarse en función de estas dos variables de elección, por lo que las sendas efectivas de inflación y producción real vendrán determinadas por esas dos variables que elige el banco central, así como por las expectativas de inflación del público y las perturbaciones que afecten en cada período a la economía.

Dependiendo de cuáles sean las expectativas de inflación del público en cada período, así reaccionará el banco central a la hora de ejecutar la política monetaria mediante la elección de su objetivo de inflación para ese período. Supongamos que durante un largo horizonte temporal ha existido una tasa de inflación positiva y que tanto la inflación esperada como el objetivo de inflación del banco central son consistentes con dicha tasa. A continuación, el banco central anuncia su propósito de lograr en el futuro la estabilidad del nivel de precios. Entonces, las sendas efectivas de producción e inflación dependerán de la velocidad a la que se ajusten las expectativas de inflación al nuevo régimen monetario y, al mismo tiempo, la velocidad óptima a la que avance

el programa de desinflación va a depender de ese ajuste de las expectativas de inflación.

A título ilustrativo, pueden distinguirse tres modelos diferentes de ajuste de las expectativas de inflación. El primero es el modelo de las expectativas racionales o de credibilidad completa del cambio de régimen monetario. El segundo es el modelo de aprendizaje exógeno en el cual las expectativas se ajustan independientemente del proceso efectivo de reducción de la inflación. El tercer y último modelo es el de aprendizaje endógeno, donde las expectativas de inflación se ajustan en función de la reducción efectiva de la inflación.

Si el cambio de régimen monetario fuera totalmente creíble, entonces las expectativas de inflación formadas por los agentes privados de la economía serían consistentes con la adopción por parte del banco central de un nuevo objetivo de inflación que se corresponda con la estabilidad del nivel de precios. Al ser creíble este nuevo objetivo de inflación, no se producirán sorpresas deflacionistas y la producción real (y el empleo) no caerán por debajo de su nivel natural. En este caso, no hay pérdidas sociales debidas a la caída de la producción y el banco central debe minimizar las pérdidas sociales producidas por la inflación moviéndose inmediatamente hacia un objetivo de inflación nulo (o uno pequeño y positivo que se considere consistente con la estabilidad de precios).

Sin embargo, después de que una sociedad haya atravesado un período inflacionista prolongado, no cabe esperar que el anuncio por parte del banco central de que su único objetivo es la consecución y posterior mantenimiento de la estabilidad de precios sea totalmente creíble por los agentes privados, sino que éstos se embarcarán en un proceso de aprendizaje sobre las auténticas preferencias del banco central.

Si durante el proceso de transición hacia la estabilidad de precios la inflación esperada es superior al objetivo de inflación, se producirán sorpresas deflacionistas que reducirán la producción efectiva generando costes sociales, por lo que sería subóptima una estrategia de desinflación súbita. Por otra parte, si el proceso de desinflación es muy gradual, las pérdidas sociales por caída de la producción son pequeñas, pero la inflación permanece elevada durante mucho más tiempo. Por consiguiente, existe un intercambio entre los costes de una estrategia de desinflación rápida y los de una estrategia lenta y, consecuentemente, puede obtenerse la senda de transición óptima hacia la estabilidad de precios.

Cuando el aprendizaje de los agentes privados sobre las preferencias auténticas del banco central es exógeno —en el sentido antes indicado—, la transición óptima implica que el banco central debe elegir en cada período de tiempo su objetivo de inflación como una proporción constante —e inferior a la unidad— de la tasa de inflación esperada fijada exógenamente por los agentes privados. Esa proporción es mayor cuanto mayor sea el impacto de las sorpresas infla(defla)cionistas sobre la producción real y cuanto menor sea la ponderación asignada a mantener la tasa de inflación cercana a la estabilidad de precios en relación a mantener la producción próxima a su nivel natural. Así, pues, la transición óptima hacia la estabilidad de precios implica inducir una caída gradual —pero más acusada al inicio— del objetivo de inflación (y, así, de la inflación efectiva), situándose siempre por debajo de la inflación esperada por los agentes privados. Esta estrategia implicaría inicialmente elevar el tipo de interés nominal para —dada una expectativa de inflación inicial— elevar el tipo de interés real de modo que la demanda agregada se reduzca y de ese modo caiga también la inflación efectiva. Una vez que las expectativas de inflación comienzan a reducirse, se lleva a cabo un proceso inverso de reducción del tipo de interés nominal, pero siempre manteniendo relativamente elevado el tipo de interés real de modo que la demanda agregada de la economía siga siendo menor que el nivel de producción natural (y la inflación efectiva sea menor que la inflación esperada). El grado de tirantez del tipo de interés real debe irse relajando a medida que pasa el tiempo y tanto la inflación efectiva como las expectativas de inflación van aproximándose a la tasa de inflación consistente con la estabilidad de precios.

En el caso del aprendizaje endógeno por parte del sector privado, éste puede —en teoría— utilizar sus observaciones de las perturbaciones que han afectado en períodos anteriores a la economía para inferir los objetivos de inflación del banco central en los períodos previos. Utilizando esa información, el sector privado puede actualizar sus expectativas sobre el objetivo corriente de inflación, teniendo en cuenta cómo se viene ajustando hacia la estabilidad de precios la senda de objetivos de inflación del banco central. Bajo este proceso de aprendizaje endógeno, también puede derivarse la senda óptima de desinflación, que es aproximadamente similar a la obtenida bajo un proceso de aprendizaje exógeno. Por tanto, los resultados clave obtenidos con los modelos de aprendizaje son: *a)* que el objetivo de inflación del banco central y la tasa efectiva de inflación se irán reduciendo de forma paulatina; *b)* que esa reducción será más rápida durante los primeros períodos (años) del proceso de desinflación (en otras palabras, la política monetaria será relativamente más estricta al inicio que al final del proceso), y *c)* que la inflación esperada siempre será superior a la inflación efectiva.

III. LA FLEXIBILIDAD ÓPTIMA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Anteriormente, adelantamos que toda política monetaria podía expresarse en términos de la elección

de dos variables por parte del banco central: su objetivo de inflación en cada período y su respuesta discrecional a las perturbaciones del período (la flexibilidad de la política monetaria). Esta respuesta óptima consiste en acomodar parcialmente las perturbaciones que afectan a la oferta de la economía, siendo mayor el grado de acomodación —esto es, la mayor desviación de la inflación efectiva que va a permitir el banco central con respecto a su objetivo de inflación en cada período de tiempo— cuanto mayor sea la ponderación que el banco central asigna a evitar desviaciones de la inflación efectiva con respecto a una inflación nula y cuanto menor sea el impacto de las sorpresas infla(defla)cionistas sobre la producción efectiva.

En general, el banco central puede elegir este grado óptimo de acomodación de las perturbaciones transitorias de manera independiente a la elección que haga con respecto a su objetivo de inflación (esta independencia se produce en los tres modelos de aprendizaje del sector privado que hemos analizado). Sin embargo, si la racionalidad de los agentes en el modelo de aprendizaje endógeno es limitada, en el sentido de que no son capaces a partir de su observación de las perturbaciones pasadas de discernir los objetivos de inflación elegidos en períodos anteriores por el banco central, entonces el aprendizaje del sector privado sobre las auténticas preferencias de aquél va a depender de las tasas efectivas de inflación de los períodos previos. Cuando éste es el caso, si el banco central acomoda cualquier perturbación —aunque sea transitoria— alcista sobre la inflación, las expectativas de inflación del público de cara al futuro se elevarán. A raíz de esta elevación, las sorpresas deflacionistas inducidas por el banco central para un objetivo dado de inflación aumentarán y, a su vez, las pérdidas sociales debidas a la reducción de la producción y del empleo. Por consiguiente, durante las fases iniciales de un proceso de desinflación, será óptimo para el banco central llevar a cabo una política monetaria anticíclica mucho menos flexible de la que sería deseable una vez que el objetivo último de estabilidad de precios se haya conseguido. En otras palabras, el banco central se enfrenta durante el proceso de desinflación a una disyuntiva entre credibilidad y flexibilidad, ya que cuanto mayor flexibilidad imprima a su política monetaria, menor credibilidad de cara a la consecuencia del objetivo último de estabilidad de precios tendrá ésta. Sin embargo, esa disyuntiva desaparecerá una vez que la sociedad se instale en una situación de estabilidad de precios.

IV. EL PROCESO DE DESINFLACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA

El análisis realizado sugiere que una estrategia monetaria óptima de desinflación debería estar caracterizada por una aproximación gradual a la estabilidad de precios, con una política monetaria más estricta en las primeras fases del proceso para relajarla —relativamente— en fases posteriores, con una senda de objetivos de inflación por debajo de las expectativas del sector privado y con una cierta acomodación de las perturbaciones transitorias que afectan a la economía, siendo esta acomodación menor en las primeras fases de la transición para acelerar el proceso de aprendizaje del sector privado con respecto al compromiso efectivo del banco central con la reducción de la tasa de inflación y con la persecución del objetivo último de la estabilidad de los precios.

El nuevo esquema de política monetaria implementado por el Banco de España al amparo de su Ley de Autonomía de 1994 y caracterizado por el seguimiento directo de objetivos anunciados de inflación (IPC) con el fin último de lograr la convergencia de los precios españoles con el núcleo menos inflacionista de la UE, se puso en práctica a finales de 1994 con una tasa de inflación interanual que rondaba el 4,5 por 100, una tasa promedio del 4,7 por 100 y una divergencia con respecto al límite superior recogido en el Tratado de Maastricht de más de un 1 por 100. Estas tasas de inflación eran bastante más elevadas que las existentes en la UE, siendo éstas, a su vez, relativamente altas, por lo que cabía esperar que se redujeran adicionalmente, lo que implicaría un esfuerzo de desinflación más acusado por parte de la política monetaria española. Al mismo tiempo, a comienzos de 1995, se preveía una subida del IVA y de otros impuestos especiales, cuyo impacto —aunque transitorio— podría no absorberse hasta inicios del año 1996, lo que podría afectar de forma negativa a la formación de expectativas de inflación del público y poner así en mayor peligro el requisito de convergencia de precios. La senda transitora de objetivos de inflación anunciada por el Banco de España en noviembre de 1994 situaba la tasa interanual de crecimiento del IPC entre el 3,5 y el 4 por 100 en los primeros meses de 1996, fijándose la referencia por estas fechas con el fin de descontar el impacto de esas subidas de impuestos indirectos.

Este impacto comenzó ya a acusarse en los primeros meses de 1995, llegando a situarse la tasa de inflación interanual en el 5,2 por 100 en abril, sin que se produjeran reducciones de la tasa promedio de inflación (anclada en el 4,7 por 100) e incrementándose progresivamente la divergencia con el núcleo menos inflacionista de la UE. Ante esta situación, el esquema teórico anterior aconseja un endurecimiento de la política monetaria por dos motivos. El primero es que los procesos de desinflación deben arrancar con energía para que el sector privado observe en la práctica descensos significativos de la inflación efectiva de modo que se proyecte credibilidad sobre la resolución del banco central de lograr en última instancia la estabilidad de pre-

cios. El segundo motivo es que en las primeras fases del proceso de desinflación, la flexibilidad del banco central acomodando perturbaciones inflacionistas —como lo es una subida de los impuestos indirectos— interfiere con la credibilidad necesaria de ese proceso, poniendo en peligro éste al no inducir una adecuada reducción de las expectativas de inflación.

La actuación del Banco de España fue consistente con ese endurecimiento, de modo que a inicios de 1995 elevó el tipo de intervención desde el 7,35 al 8 por 100, continuó esa elevación a primeros de marzo en otro medio punto (junto con una devaluación de la peseta) y tras el deterioro acusado de los indicadores de inflación durante el segundo trimestre, el Banco volvió a elevar en junio en tres cuartos de punto el tipo de intervención hasta situarlo en el 9,25 por 100.

La desaceleración de las economías europeas y de la española, junto a la paulatina absorción del impacto de la subida de los impuestos indirectos, condujo a una desaceleración de las tensiones inflacionistas a partir del segundo semestre de 1995. Además, el impacto retardado previsible de las tres subidas de tipos llevadas a cabo por el Banco de España durante el primer semestre de 1995 habrían de tender a reducir adicionalmente la inflación durante los primeros meses de 1996 hasta situar la tasa de crecimiento interanual del IPC en el límite inferior (3,5 por 100) del intervalo de referencia establecido en noviembre de 1994. Estas mejores perspectivas de cara a la inflación han permitido mitigar la tensión sobre los tipos de interés reales, de manera que el Banco de España ha reducido —comenzando en diciembre de 1995— los tipos nominales de intervención de manera gradual en cuatro puntos hasta dejarlos en la actualidad (mayo de 1997) en el 5,25 por 100. Este proceso de bajada de tipos nominales ha sido consistente con el mantenimiento —si bien progresivamente suavizado— del grado de tensión de la política monetaria como lo muestra el hecho de que las expectativas privadas de inflación hayan tendido a mantenerse por encima de los objetivos anunciados por el Banco y de las tasas de inflación efectivas. La conjunción de esta estrategia acertada de desinflación, junto con las distintas perturbaciones de distinta índole que afectan a nuestra economía, ha permitido conducir la tasa interanual de inflación hasta el 2,2 por 100 en marzo de 1997 (3,3 por 100 en tasa anual promedio), existiendo previsiones de que la tasa interanual descienda por debajo del 2 por 100 antes de la primera mitad de 1997, lo que significaría una mejora sustancial con respecto a los objetivos actuales del Banco de España (tasa interanual alrededor del 2,5 por 100 a finales de 1997 anunciada en diciembre de 1996) y la probable consecución del requisito de convergencia de los precios, al poder situarse la tasa anual promedio para todo 1997 por debajo del 2,5 por 100.

Al mismo tiempo que la estrategia de desinflación puesta en marcha por el Banco de España parece que va a permitir la convergencia en inflación, también va a coadyuvar de manera clave a la consecución de la convergencia en tipo de interés nominal a largo plazo —al permitir reducciones paulatinas tanto de los tipos nominales a corto plazo (vinculados al tipo de intervención del Banco de España) como de las expectativas de inflación— y del requisito de estabilidad del tipo de cambio —al haber logrado mediante la instrumentación de una política monetaria rigurosa la credibilidad necesaria en los mercados financieros y cambiarios, lo cual ha permitido mantener la peseta alrededor de las paridades fijadas tras la última devaluación del 6 de marzo de 1995.

En resumen, el balance de la política monetaria en la transición a la UME es altamente positivo, ya que ha contribuido de manera fundamental a acercar nuestro país al cumplimiento de los requisitos de convergencia en inflación, tipos de interés y estabilidad del tipo de cambio sin haber —presumiblemente— forzado desaceleraciones importantes del ritmo de crecimiento de la producción real y a pesar de haber pasado por situaciones difíciles durante el primer semestre de 1995, caracterizadas por fuertes repuntes inflacionistas, tensiones cambiarias y, en última instancia, una devaluación de la peseta.

NOTAS

(1) La presentación del modelo formal se lleva a cabo en el anexo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

KING, M. (1996), «How Should Central Banks Reduce Inflation? Conceptual Issues», *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, vol. 81, núm. 4, págs. 25-52.

ANEXO

Tres son las relaciones del modelo presentado.

La producción agregada del período *t*, y_t, viene representada por la relación:

(A1) $y_t = y_t^* + b(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t, \quad b > 0$

donde y_t^* es el nivel «natural» de producción real, π_t es la tasa efectiva de inflación, π_t^e es la tasa esperada de inflación para el período *t* por parte del sector privado y ε_t es una perturbación transitoria de oferta (un ruido blanco).

La demanda agregada de la economía es la forma reducida de dos relaciones y una definición:

(A2) $m_t = p_t + y_t - \gamma i_t, \quad \gamma > 0$

Esta relación representa una demanda de dinero convencional, siendo m_t la cantidad de dinero en términos nominales, p_t el nivel de precios e i_t el tipo de interés nominal.

(A3) $y_t = \delta(m_t - p_t) - \vartheta r_t, \quad \delta > 0, \vartheta > 0$

Esta relación representa la demanda real de bienes como función positiva de los saldos reales de dinero y función negativa del tipo de interés real.

(A4) $r_t = i_t - \pi_t^e$

Esta expresión representa la definición del tipo de interés real como el tipo de interés nominal menos la inflación esperada por los agentes privados.

Despejando i_t en (A2), sustituyéndolo en (A4) para obtener r_t y sustituyendo luego r_t en (A3) y operando obtenemos la demanda agregada de la economía como función positiva de los saldos reales de dinero y de la inflación esperada:

(A5) $y_t = c(m_t - p_t) + d\pi_t^e \qquad c \equiv \dfrac{\vartheta + \gamma\delta}{\vartheta + \gamma} > 0; \qquad d \equiv \dfrac{\vartheta\gamma}{\vartheta + \gamma} > 0$

La última relación representa la función de reacción de la política monetaria:

(A6) $m_t = \lambda_{1t} + \lambda_{2t}\varepsilon_t$

donde el banco central puede modificar esa política durante el proceso de transición hacia la estabilidad de precios (reduciendo λ_{1t} para hacerla más estricta, por ejemplo) y donde puede responder a las perturbaciones ε_t que afecten a la economía.

Sustituyendo (A6) en (A1) y (A5) y operando se obtienen las sendas de producción real e inflación efectiva para cada período de tiempo *t*:

(A7) $y_t = y_t^* + b\alpha_t + \dfrac{b(d - c)}{b + c}\,\pi_t^e + \beta_t\varepsilon_t$

(A8) $\pi_t = \alpha_t + \dfrac{b + d}{b + c}\,\pi_t^e + \dfrac{\beta_t - 1}{b}\,\varepsilon_t$

donde $\alpha_t \equiv \dfrac{c(\lambda_{1t} - p_{t-1}) - y_t^*}{b + c}, \qquad \beta_t \equiv 1 + \dfrac{b(c\lambda_{2t} - 1)}{b + c}$

Si definimos el objetivo de inflación del banco central en cada período (π_t^*) como el valor que el banco central espera racionalmente que alcance la inflación en dicho período antes de observar la perturbación ε_t:

(A9) $\pi_t^* = E(\pi_t) = E\left[\alpha_t + \dfrac{b + d}{b + c}\,\pi_t^e + \dfrac{\beta_t - 1}{b}\varepsilon_t\right] = \alpha_t + \dfrac{b + d}{b + c}\,\pi_t^e$

podemos sustituir (A9) en las expresiones (A7) y (A8) para obtener:

(A10) $y_t = y_t^* + b(\pi_t^* - \pi_t^e) + \beta_t\varepsilon_t$

(A11) $\pi_t^* = \pi_t + \frac{\beta_t - 1}{b}\,\varepsilon_t$

Es decir, la política monetaria puede definirse como la elección por parte del banco central de un objetivo de inflación para cada período de tiempo, π_t^*, y de una respuesta a las perturbaciones estocásticas que afectan a la economía, β_t.

Supongamos ahora que tras un prolongado horizonte temporal con inflación positiva, el banco central anuncia el objetivo de conducir la economía hacia una senda de precios estable. La senda de transición óptima hacia la estabilidad de precios dependerá de la rapidez con que el sector privado ajuste sus expectativas de inflación al nuevo régimen monetario.

Si el nuevo régimen es inmediatamente creíble, entonces las expectativas de inflación de los agentes privados serán consistentes con el objetivo de inflación anunciado por el banco central:

(A12) $\pi_t^e = \pi_t^*$

Al no existir sorpresas inflacionistas o deflacionistas, la producción real y la inflación efectivas vendrán dadas por:

(A13) $y_t = y_t^* + \beta_t \varepsilon_t$

(A14) $\pi_t^* = \pi_t + \frac{\beta_t - 1}{b}\,\varepsilon_t$

Por consiguiente, para evitar pérdidas sociales debido a una inflación positiva, la política monetaria óptima consiste en fijar inmediatamente un objetivo de inflación nulo ($\pi_t^* = 0$). Sustituyendo (A12) en (A9), resulta que el banco central debe elegir λ_{1t} para que se cumpla la igualdad:

(A15) $\alpha_t \equiv \frac{c(\lambda_{1t} - p_{t-1}) - y_t^*}{b + c} = 0$

Es decir, debe elegir su función de reacción de forma que $\lambda_{1t} = \frac{y_t^*}{c} - p_{t-1}$.

Si el nuevo régimen monetario no es totalmente creíble y el aprendizaje del sector privado con respecto a las auténticas preferencias del banco central viene representado por el modelo de aprendizaje exógeno, la política monetaria óptima durante la transición a la estabilidad de precios será una secuencia de objetivos de inflación y acomodación de las perturbaciones $\{\pi_t^*, b_t\}$ que minimice la función de pérdida esperada del banco central durante todo el horizonte temporal que dure la transición. Suponiendo que la función de pérdida del banco central consta de dos términos, uno de ellos derivado de las desviaciones de la inflación efectiva respecto de una inflación nula y otro de ellos como consecuencia de las desviaciones de la producción real respecto de su nivel natural, y que el horizonte temporal de la transición hacia la estabilidad de precios dura T períodos, la función de pérdida esperada del banco central será, en cada período,

(A16) $L_t = aE\{\pi_t^2 + (y_t - y_t^*)^2\}$

y durante toda la transición:

(A17) $L = a\sum_{t=1}^{T} \{\pi_t^* + \left(\frac{\beta_t - 1}{b}\right)^2 \sigma_\varepsilon^2\} + \sum_{t=1}^{T} \{b^2(\pi_t^* - \pi_t^e)^2 + \beta^2\sigma_\varepsilon^2\}$

donde hemos sumado todos los términos L_t durante el horizonte T y hemos sustituido los valores para π_t e y_t a partir de las expresiones (A13) y (A14), siendo σ_ε^2 la varianza finita de la perturbación ε_t.

Las condiciones de primer orden de este problema de minimización implica que el par óptimo $\{\pi_t^*, \beta_t\}$ viene dado por:

(A18) $\pi_t^* = \frac{b^2}{a + b^2}\,\pi_t^e$

(A19) $\beta_t = \frac{a}{a + b^2}$

por lo que el banco central puede separar la elección de sus dos variables estratégicas durante el proceso de transición hacia la estabilidad de precios.

Si el aprendizaje del sector privado responde a un modelo de aprendizaje endógeno y los agentes privados son capaces de inferir el objetivo de inflación del período previo tras la observación de la política monetaria y de las perturbaciones del período anterior, sus expectativas de inflación pueden venir representadas por:

$$(A20) \quad \pi^e_t = \rho\pi^e_{t-1} + (1-\rho)\pi^*_{t-1}, \qquad 0 < \rho < 1$$

de manera que la inflación esperada converge asintóticamente al objetivo de inflación. Utilizando el operador de retardo L, la expresión (A20) puede reescribirse como:

$$(A21) \quad \pi^e_t = \frac{(1-\rho)}{1-\rho L} L\pi^*_t$$

Al prolongarse en este caso el aprendizaje hasta el infinito, la pérdida esperada del banco central durante el horizonte temporal de la transición será:

$$(A22) \quad L = \sum_{t=1}^{\infty} (1+\Omega)^{-t}\{aE(\pi^2_t) + E(y_t - y^*_t)^2\}$$

siendo Ω el factor de descuento temporal. Sustituyendo la expresión (A21) para la tasa esperada de inflación en la expresión (A10) y utilizando ésta y la expresión (A11) en (A22) y operando en la condición de primer orden del programa de minimización con respecto a π^*_t, se obtiene una ecuación en diferencias de segundo orden para el objetivo de inflación óptimo:

$$(A23) \quad \pi^*_t = \frac{2(a\rho + b^2)}{a + b^2}\pi^*_{t-1} - \frac{a\rho^2 + b^2}{a + b^2}\pi^*_{t-2}$$

mientras que la minimización de esa función con respecto a β_1 resulta en el mismo valor óptimo que en el caso del aprendizaje exógeno, de modo que de nuevo aquí el banco central puede separar la elección del objetivo de inflación de la elección del grado de acomodación de las perturbaciones.

Sin embargo, si los agentes privados no observan perfectamente ex-post las perturbaciones que afectan a la economía, el modelo de aprendizaje endógeno implicará que no pueden inferir cuál ha sido el objetivo de inflación del período previo, por lo que basarán sus expectativas de inflación para el período corriente en la tasa efectiva de inflación pasada. En este caso, acomodar hoy perturbaciones significa afectar a la tasa corriente de inflación, lo cual influirá sobre la inflación esperada para el futuro. Como consecuencia, el banco central no puede separar ahora la elección del objetivo de inflación de la elección del grado de acomodación de las perturbaciones. De modo que el banco central se enfrenta a un dilema entre credibilidad futura y flexibilidad presente, ya que cuanto más flexible sea hoy, menos creíble será su objetivo de inflación de mañana. En consecuencia, el banco central debe limitar la acomodación de las perturbaciones durante las primeras fases del proceso de transición hacia la estabilidad de precios con el fin de lograr una reducción más acusada de las expectativas de inflación.

LA ADAPTACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES EUROPEOS A LA MONEDA ÚNICA

Santiago Carbó Valverde
Mateo García Cabello

Los preparativos de los estados miembros de la Unión Europea (UE) para la tercera fase de la unión monetaria están siendo el eje fundamental de las acciones de política económica en los últimos años. Los esfuerzos para el cumplimiento de los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht parecen eclipsar otros requisitos y adaptaciones necesarias para la consecución de la moneda única.

Uno de los pilares importantes de los preparativos para la tercera fase de la Unión Monetaria Europea (UME) se encuentra en la adaptación de los bancos centrales tanto a nivel institucional como operativo. Por el lado institucional, cada estado miembro debe garantizar, a más tardar en la fecha de constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales, la compatibilidad de su legislación, incluidos los estatutos de sus bancos centrales, con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y con los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE). Por el lado operativo, es conveniente analizar la senda hacia una política monetaria única y las implicaciones de todo este proceso para mercados y entidades financieras.

Este artículo pretende analizar algunos de los principales aspectos institucionales, operativos y económicos de adaptación de los bancos centrales a la futura unión monetaria. Para ello, en primer lugar, se revisa el «estado de la cuestión» en materia de adaptación estatutaria de los bancos centrales de la UE. En segundo lugar, se analizan las líneas básicas del nuevo diseño de la política monetaria. En tercer lugar, se sintetizan las principales innovaciones operativas (Sistema de Liquidación de Pagos TARGET) y metodológicas (elaboración de nuevas estadísticas) que acompañarán a la futura política monetaria. Por último, se plantean las implicaciones de la moneda única para la transmisión de las acciones de política monetaria a través de los sistemas financieros nacionales.

I. LA ADAPTACIÓN DE LOS ASPECTOS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES

El Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea y los estatutos del SEBC y BCE no exigen la armonización de los estatutos de los bancos centrales de la UE. Por tanto, es posible el mantenimiento de peculiaridades nacionales en cada estado. Sin embargo, el Tratado y los estatutos sí obligan a adaptar las disposiciones nacionales y los estatutos de los bancos emisores de cada país miembro para que no contengan inconsistencias con la normativa recogida en los primeros. Con ello se pretende garantizar el grado necesario de integración de los bancos centrales nacionales en el SEBC. En todo caso, la preponderancia del Tratado y los estatutos del SEBC y BCE sobre las disposiciones nacionales no elimina la obligación de los estados miembros a adaptar su legislación.

El cuadro núm. 1 sintetiza algunas de las peculiaridades nacionales de los bancos centrales de los países de la UE. Diez bancos centrales son entidades de derecho público, cuatro son sociedades anónimas sujetas a derecho privado o a legislación societaria general y una es una institución autogobernada. Por otra parte, en diez bancos centrales la participación del estado en el capital del banco emisor es del 100 por 100, mientras que en el resto la participación es menor. Dos casos especiales son el de Grecia, en el que el Estado puede tener una participación máxima del 10 por 100, y el de Italia, en el que el capital solamente puede ser propiedad de ciertos tipos de entidades de crédito, instituciones de la seguridad social y entidades aseguradoras.

Un aspecto de mayor calado es la existencia de objetivos explícitos para los bancos centrales nacionales en sus respectivos estatutos. Únicamente tres países (España, Francia y Portugal) indican explícitamente en los estatutos de sus bancos centrales que la estabilidad de precios es su objetivo central. Otros ocho países indican objetivos que, según el Instituto

CUADRO NÚM. 1

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA UNIÓN EUROPEA

	Estatuto	*Participación estatal*	*Objetivos explícitos*
Alemania	E.D.P. (1)	100 % del capital	Salvaguardia de la moneda (*)
Austria	S.A. (2)	50 % del capital	Salvaguardia del valor de la moneda (*)
Bélgica	S.A. (2)	50 % del capital	Sin refencia explícita a objetivos
Dinamarca	I.A. (3)	Obtención de beneficios anuales	Mantenimiento de un sistema monetario estable y seguro (*)
España	E.D.P. (1)	100 % del capital	Estabilidad de precios
Finlandia	E.D.P. (1)	100 % del capital. Obtención de beneficios anuales	Mantenimiento de un sistema monetario seguro y estable (*)
Francia	E.D.P. (1)	100 % del capital	Estabilidad de precios
Grecia	S.A. (2)	10 % del capital como máximo	Control de la moneda en circulación y del crédito (*)
Holanda	S.A. (2)	100 % del capital	Salvaguardia del valor del dinero (*)
Irlanda	E.D.P. (1)	100 % del capital	Salvaguardia de la integridad de la moneda (*)
Italia	E.D.P. (1)	—	Proteger el ahorro (*)
Luxemburgo	E.D.P. (1)	100 % del capital	Sin referencia explícita a objetivos
Portugal	E.D.P. (1)	100 % del capital	Estabilidad de precios
Reino Unido	E.D.P. (1)	100 % del capital	No existen objetivos estatutarios explícitos en materia de política monetaria
Suecia	E.D.P. (1)	100 % del capital	No hace referencia explícita a objetivos

(1) Entidad de derecho público.
(2) Sociedad anónima sujeta a derecho privado o a legislación societaria general.
(3) Institución autogobernada.
(*) Este objetivo puede entenderse como equivalente al de estabilidad de precios.

Monetario Europeo (1996), pueden considerarse equivalentes a los de la estabilidad de precios: la salvaguardia del valor de la moneda, el mantenimiento de un sistema monetario estable y seguro o la protección del ahorro. En tres países (Bélgica, Luxemburgo y Suecia) no se recoge de forma explícita ningún objetivo en los estatutos de sus bancos emisores, mientras que en un país (Reino Unido), los objetivos especificados no están vinculados a la política monetaria sino a la supervisión del sistema financiero.

El eje central de los requisitos que deben cumplir los estatutos de los bancos centrales nacionales es la independencia de los mismos. El Instituto Monetario Europeo define cuatro tipos de independencia:

1) *Independencia institucional* (artículo 107 del Tratado y artículo 7 del estatuto del SEBC): por este requisito se prohíbe que el Banco Central Europeo, los bancos emisores nacionales y los miembros de sus órganos de gobierno recaben o acepten instrucciones procedentes de instituciones u organismos comunitarios, de cualquier gobierno de un estado miembro o de cualquier otra institución.

2) *Independencia personal* (artículo 14.2 de los estatutos del SEBC): el período mínimo de mandato del gobernador (y de forma equivalente para el resto de miembros de los órganos rectores) debe ser cinco años. Asimismo, los estatutos de los bancos emisores nacionales deben garantizar que el gobernador (y el resto de miembros de los órganos rectores) no pueda ser relevado de su cargo salvo por no cumplir los requisitos necesarios para el cumplimiento de sus funciones o por haber incurrido en falta grave.

3) *Independencia funcional* (artículo 105 del Tratado y artículo 2 de los estatutos del SEBC): los bancos centrales nacionales operarán en la tercera fase en un entorno cuyos objetivos estarán claramente definidos, de los cuales el elemento fundamental es el mantenimiento de la estabilidad de precios.

4) *Independencia financiera:* los bancos emisores nacionales deberían encontrarse en una posición que les permitiera disponer por sí mismos de los medios apropiados para garantizar el cumplimiento, de manera adecuada, de las funciones que les serán atribuidas como parte integrante del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

A la luz de estas condiciones de independencia, es posible evaluar las posibles inconsistencias entre los estatutos vigentes de los bancos emisores nacionales y el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. El cuadro núm. 2 resume las principales inconsistencias del marco de independencia institucional, personal y funcional de los bancos centrales de los quince países de la UE en la actualidad, así como los proyectos de reforma para adaptarse al Tratado.

En términos de independencia institucional, las inconsistencias más frecuentes son el derecho de suspensión de una decisión del banco central que ciertos gobiernos mantienen y la cierta dependencia (u obligación de consulta) en algunas materias con respecto al Ministro de Economía o Finanzas o algún otro órgano del poder ejecutivo o legislativo. El caso más extremo es el del Reino Unido, en el que las competencias en materia de política monetaria han estado en manos del gobierno, aunque parece que esta situación está cambiando significativamente con el nuevo gobierno laborista. De hecho, una de las primeras medidas económicas de éste ha si-

do la concesión de las competencias para fijar los tipos de interés al Banco de Inglaterra. En nuestro país, la principal inconsistencia institucional, según el IME (1996), es que la carencia de derecho de voto del Director General del Tesoro y Política Financiera y del Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España) solamente alcanza a cuestiones de política monetaria y no a todas las funciones relativas al SEBC.

En cuanto a la independencia personal, la duración del mandato (en numerosos países es inferior a cinco años) y los motivos por los que se pueden separar de sus cargos a los miembros del Consejo de Gobierno de los bancos emisores son las inconsistencias más frecuentes y que necesitan adaptación en un buen número de países de la UE. En el caso español, el mandato de cuatro años previsto para los consejeros debería ampliarse a cinco años, tal y como estipulan los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Por su lado, el objetivo inequívoco de la estabilidad de precios (que determina la independencia funcional) solamente está recogido de forma explícita en los estatutos de tres bancos centrales de la UE (España, Francia y Portugal). No obstante, como se comprobó en el cuadro núm. 1, en otros ocho países existen objetivos del banco emisor que el IME considera como equivalentes o asimilables, en términos económicos, a los de estabilidad de precios, aunque sería necesario, desde un punto de vista jurídico, recoger de forma explícita la primacía inequívoca de la estabilidad precios.

En definitiva, todavía existen algunas inconsistencias en los estatutos de los bancos emisores nacionales con el Tratado constitutivo de la Unión Europea y con los estatutos del SEBC y del BCE, que deberán ser reformados y adaptados para el comienzo de la tercera fase de la unión monetaria. En algunos casos, como Bélgica, Luxemburgo, Irlanda y Reino Unido (véase cuadro núm. 2) ya existen propuestas concretas de adaptación.

CUADRO NÚM. 2

INCONSISTENCIAS DEL MARCO INSTITUCIONAL, PERSONAL Y FUNCIONAL DE LOS BANCOS CENTRALES EN LA UE CON EL TRATADO Y LOS ESTATUTOS DEL SEBC (1997)

	Institucionales. (Art. 107 del Tratado)	*Personales (Art. 14.2 de los Estatutos)*	*Funcionales (Art. 105 del Tratado)*	*Proyectos de reforma*
Alemania	Derecho de suspensión del Gobierno	Duración del mandato	Estabilidad de precios (*)	No
Austria	Derecho del Comisionado a examinar legalidad actos del Banco. Composición del Consejo General	Duración del mandato	Estabilidad de precios (*)	No
Bélgica	Derecho de suspensión y oposición del Comisionado	Motivos de suspensión de miembros	Estabilidad de precios (*)	Enviados al IME 1/8/1996 y obtenido informe favorable
Dinamarca			Estabilidad de precios (*)	
España	Carencia derecho voto del Director General del Tesoro y Vicepresidente. De la CNMV solamente alcanza la política monetaria	Duración del mandato		No
Finlandia	Supervisión del Consejo Parlamentario	Motivos de suspensión de miembros	Estabilidad de precios (*)	Borrador
Francia	Independencia restringida a la política monetaria			No
Grecia	Derecho de veto del Comisionado	Duración del mandato	Estabilidad de precios (*)	—
Holanda	Derecho del Ministro de Finanzas de dar instrucciones	Motivos de separación de los miembros	Estabilidad de precios (*)	Iniciados
Irlanda	Obligación de consultar con el Ministro	Motivos de separación de los miembros	Estabilidad de precios (*)	Enviados al IME el 28/5/1996
Italia	Potestad del Ministro del Tesoro sobre ciertos tipos de interés		Estabilidad de precios (*)	—
Luxemburgo	Diversas competencias en manos del Gobierno	Duración del mandato	Estabilidad de precios (*)	Proyecto para la 3.ª fase de la UME
Portugal	Dependencia del Ministro de Finanzas para coeficiente de caja y tipo de descuento			No
Reino Unido	El Gobierno tiene las competencias de política monetaria, excepto fijación de tipos de interés		Estabilidad de precios (*)	Nuevo gobierno laborista pretende aumentar la autonomía del Banco de Inglaterra
Suecia	Obligación de consultar al Ministro de Finanzas sobre ciertas decisiones	Sin garantía duración del mandato	Estabilidad de precios (*)	Propuestas que entrarían en vigor el 1/1/1999

(*) Carencia de mención explícita a la estabilidad de precios como objetivo.
Fuente: IME, elaboración propia.

II. EL CAMINO HACIA UNA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

El diseño de la política monetaria para la tercera fase de la UME es, sin duda, el aspecto central de adaptación operativa de los bancos centrales y el eje sobre el que girarán los cambios fundamentales que experimentarán los mercados e instituciones financieras con la moneda única. Recientemente, han salido a la luz las líneas básicas por las que se regirá la nueva política monetaria tras la implantación del euro (1). En este apartado se sintetizan los elementos básicos.

El Tratado constitutivo de la Comunidad establece claramente que el objetivo primario del futuro SEBC es el mantenimiento de la estabilidad de precios. Este objetivo se logra cuando los agentes económicos no consideran la inflación como un factor a tener en cuenta en sus decisiones (2). Para lograr el objetivo citado, el Instituto Monetario Europeo consideró cinco posibles estrategias, las cuales se basaban en cinco diferentes objetivos intermedios (tipo de cambio, tipo de interés, renta nominal, agregado monetario e inflación o estrategia directa). Estas cinco alternativas fueron evaluadas bajo los principios de efectividad, credibilidad, transparencia, orientación a medio plazo, continuidad y consistencia con la independencia del SEBC. El resultado fue que, atendiendo a los principios mencionados y considerando el futuro contexto del área de países euro, la lista de posibles estrategias a emplear se redujo a dos: aquella que emplea agregados monetarios como objetivos intermedios y la estrategia directa.

Aunque no se conoce cuál será la estrategia elegida por el Consejo de Gobierno del SEBC, es posible especular sobre cuál de las dos alternativas tiene más posibilidades de ser la seleccionada. Por un lado, la reputación del Bundesbank (que emplea como referencia la M3) y el hecho de que centra la responsabilidad de los bancos centrales nacionales juega en favor de la estrategia que emplea agregados monetarios como objetivos intermedios. Sin embargo, debido a la inestabilidad de la función de demanda de los agregados monetarios (ALP, por ejemplo) y la dificultad de construir un agregado monetario a nivel europeo, parece difícil que en los primeros meses de la implantación de la moneda única se siga una estrategia de política monetaria con objetivos intermedios. Es más probable, por esta razón, que se emplee una estrategia directa con la inflación como objetivo intermedio. Asimismo, ésta tiene una mayor transparencia al coincidir el objetivo intermedio con el final.

Para la instrumentación de la estrategia de política monetaria, el SEBC dispondrá de un conjunto de instrumentos que constituirán su marco operativo. La selección del marco operativo ha obedecido, según el IME (1997), a los siguientes principios: conformidad con principios de mercado, igualdad de tratamiento, simplicidad y eficiencia de costes, descentralización, continuidad, armonización y conformidad con el sistema de toma centralizada de decisiones del SEBC (3). El Consejo del Instituto Monetario Europeo ha definido los instrumentos de política monetaria del futuro SEBC (4), que se recogen de forma esquemática en el cuadro núm. 3. Se puede observar que el SEBC empleará fundamentalmente operaciones de mercado abierto, aunque también dispone de otras dos facilidades (de crédito marginal y de depósito).

Dentro de las operaciones de mercado abierto, existen cuatro modalidades:

1) Operaciones principales de financiación mediante operaciones temporales *(repos)* con periodicidad semanal y con un vencimiento a catorce días semanas.

2) Operaciones de financiación a más largo plazo mediante operaciones temporales con periodicidad mensual y con un vencimiento a tres meses.

3) Operaciones de ajuste (*fine tunning*) con el objetivo de gestionar la liquidez y suavizar las desviaciones de los tipos de interés debido a fluctuaciones de liquidez inesperadas. Estas operaciones se llevarán a cabo fundamentalmente a través de operaciones temporales *(repos),* aunque también se utilizarán las compras y ventas en firme de valores, los *swaps* en divisas y la toma de depósitos a plazo.

4) Operaciones estructurales para afectar la posición estructural de liquidez del sector bancario con respecto al SEBC. Se instrumentarán mediante operaciones temporales, emisión de certificados y compras y ventas en firme de valores.

Asimismo, como ya se ha indicado, existen dos facilidades adicionales, una para inyectar liquidez a un día (facilidades de crédito marginal) y la segunda para drenar liquidez a un día (facilidades de depósito). En el primer caso, el tipo de interés constituirá el techo de los tipos a un día y es importante que esté claramente por encima del mercado para que solamente pueda utilizarse de manera penalizada. En el segundo caso, se colocan los fondos (o dicho de otra forma, se drena liquidez) a tipos inferiores de los de mercado de tal forma que se penalizan los excesos de liquidez. Por tanto, existirá un corredor de tipos de interés cuyos límites serán el de la facilidad de crédito marginal (tipo lombardo) y el de la facilidad de depósito (o tipo descuento), en el que fluctuarán los tipos a corto plazo, que estarán determinados por las subastas periódicas y las operaciones de ajuste.

Por último, y aunque no aparezca recogido en el cuadro núm. 3, el SEBC dispondrá, lógicamente, del coeficiente de caja como instrumento de política monetaria. El coeficiente será común para todos los países, aunque no se conoce si será remunerado y a qué tipo. En todo caso, el coeficiente probablemente

CUADRO NÚM. 3

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y FACILIDADES DE CRÉDITO MARGINAL Y DEPÓSITO (SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES)

Operaciones de política monetaria	*Tipos de operaciones*		*Vencimiento*	*Frecuencia*	*Procedimiento*
	Provisión de liquidez	*Drenaje de liquidez*			
Operaciones de mercado abierto					
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales *(repos)*		2 semanas	Semanal	Subastas normales
Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales *(repos)*		3 meses	Mensual	Subastas normales
Operaciones de ajuste *(fine-tunning)*	Operaciones temporales *(repos)*	Operaciones temporales *(repos)*	No estandarizado	No regular	Subastas rápidas
	Swaps de divisas	*Swaps* de divisas			Procedimientos bilaterales
		Depósitos a plazo fijo			
	Compras en firme de valores	Ventas en firme de valores		No regular	Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales	Operaciones temporales *(repos)*	Emisión de certificados	Estandarizado/ No estandarizado	Regulares y no regulares	Subastas normales
	Compra en firme de valores	Venta en firme de valores		No regular	Procedimientos bilaterales
Facilidades					
Facilidades de crédito	Operaciones temporales *(repos)*		Diaria	Acceso a petición de las contrapartidas	
Facilidades de depósito		Depósitos	Diaria	Acceso a petición de las contrapartidas	

Fuente: Instituto Monetario Europeo.

será muy reducido (no superará el 2 por 100) y se retribuirá a tipos próximos a los de mercado para evitar que las entidades del área del euro tengan desventajas competitivas con respecto a las de otros países.

III. PRINCIPALES IMPLICACIONES OPERATIVAS Y METODOLÓGICAS DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

Los cambios y adaptaciones apuntadas para bancos centrales y la política monetaria única van a suponer la implantación de diversas innovaciones de carácter operativo y metodológico para el conjunto de mercados y entidades financieras. En este apartado se abordan los dos elementos más importantes, uno de carácter operativo y otro metodológico. El primero es el mecanismo de liquidación de pagos, y el segundo, la elaboración de estadísticas.

El sistema de liquidación TARGET

El mecanismo de liquidación de los grandes pagos derivados de la ejecución de la política monetaria única será el denominado TARGET (Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Target). Éste será el vehículo mediante el que se efectuarán y liquidarán obligatoriamente las operaciones de control monetario. El objetivo de este sistema es procesar los pagos transfronterizos de una forma tan simple, segura y eficiente como si se tratara de operaciones nacionales (5).

El sistema TARGET es un sistema bruto de pagos y que trabaja en tiempo real. Por tanto, las operaciones se liquidan directamente, a diferencia de los sistemas netos de liquidación, basados en la compensación de los saldos. El TARGET es un sistema descentralizado que unirá, a través de un sistema de interconexión (denominado *interlinking*), los correspondientes sistemas de liquidación nacionales que los bancos centrales se han comprometido a implementar y armonizar. La armonización es necesaria en la provisión de liquidez intradía, en el horario de funcionamiento y en la política de precios. Por su parte, el sistema de interconexión operará con formatos y procedimientos comunes para

todos los países. Con todo ello, las entidades financieras contarán con un coste de adaptación mínimo y con un mecanismo de liquidación que procesará operaciones transfronterizas de pagos en euros (6).

Los participantes directos en el sistema TARGET serán, en principio, los bancos emisores nacionales y las entidades de crédito. No obstante, los bancos centrales pueden autorizar a otras instituciones que mantienen cuentas de clientes a participar en este mecanismo de pagos siempre que no supongan un riesgo operativo al sistema o que se encuentren bajo la supervisión de alguna autoridad reconocida. Por otra parte, aunque no se fijarán ni máximos ni mínimos para las cuantías que se liquidarán en TARGET, se espera que éste se ocupe fundamentalmente de pagos de elevado montante entre participantes, bien en su propio nombre o en el de sus clientes. Los pagos de menor cuantía que no requieran una inmediata ejecución tenderán a procesarse a través de otros mecanismos de pagos con costes más bajos, pero también con menor rapidez.

El proyecto de implementación de TARGET comenzó el 1 de junio de 1993 y terminará el 31 de diciembre de 1998 (gráfico 1). Este proyecto consta de cinco fases:

1) Fase preliminar (junio 1993-marzo 1995), en la que se realizaron los trabajos relativos a la definición de los mecanismos de pagos de la tercera fase.

2) Fase de especificación (marzo 1995-junio 1996), en la que se concretaron de forma detallada los elementos del mecanismo de pagos de la futura área «euro».

3) La fase de desarrollo (junio 1996-junio 1997), en la que comienza la implementación de los sistemas nacionales y del sistema de interconexión.

4) Fase de comprobación (junio 1997-junio 1998), en la que se contrastará el funcionamiento de los componentes del sistema de interconexión.

5) Fase de simulación (junio-diciembre 1998).

En algunos países (Dinamarca, Alemania, Suecia, Finlandia, Reino Unido, Bélgica y Portugal), los sistemas de liquidación nacionales ya han sido implementados durante 1995 y 1996. En el resto de países, se espera que se produzca a lo largo de 1997. En el caso de España, el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero será el sistema conectado al TARGET, con lo que se pasará a denominar Servicio de Liquidación del Banco de España. En la actualidad, ya está funcionando como sistema bruto de pagos, pero todavía necesita dos adaptaciones que se espera se acometan en 1997 y 1998. Estas adaptaciones se refieren a los dos siguientes aspectos:

— Hasta el final de la sesión la liquidación no es en firme.

— En la actualidad, buena parte de los pagos procesados se ordenan sin que existan suficientes fondos, algo que no está permitido en el nuevo sistema.

Las nuevas estadísticas monetarias y financieras

Uno de los elementos de apoyo fundamentales para la elaboración de la política monetaria es la recopilación de la información estadística. Para esta labor, el Tratado de la Comunidad Europea determina que el Banco Central Europeo deberá contar con la necesaria ayuda de los bancos emisores nacionales. Aunque actualmente la elaboración de la información estadística es bastante similar en los diferentes países miembros de la UE, la compilación de agregados monetarios para toda la futura área euro plantea problemas de armonización y consolidación.

El IME y el Banco Central Europeo son los responsables en materia de armonización de información estadística. Todavía existen ciertas diferencias en términos de definición y práctica estadística que necesitan ser armonizados para evitar la elaboración de agregados inconsistentes. El objetivo final es el logro de estadísticas consistentes y de elevada calidad y no tanto la imposición de conceptos uniformes y rígidos que no reflejen las diferencias estructurales y de funcionamiento de los sistemas financieros nacionales.

Las áreas de estadísticas que elaborará el Banco

GRÁFICO 1

FASES DE IMPLEMENTACIÓN DEL *TARGET*

Central Europeo y que, por tanto, experimentarán alguna adaptación son cuatro (7):

a) Agregados monetarios y bancarios: mensualmente se calculará el balance agregado de las denominadas Instituciones Financieras Monetarias (8) (IFM) con el suficiente detalle para permitir cierta flexibilidad en el cálculo de los agregados monetarios. Asimismo, trimestralmente, se elaborará información estadística desglosada por períodos de vencimientos de los activos y por sectores contraparte. Sobre este apartado nos detendremos algo más después de esta clasificación.

b) Balanza de pagos: mensualmente se calculará para el conjunto de países euro los principales saldos y partidas que afectan a las condiciones monetarias y de tipo de cambio; trimestralmente se publicará una información más detallada sobre la balanza de pagos, y anualmente se compilarán los datos sobre activos y pasivos financieros exteriores de la zona euro.

c) Otras estadísticas financieras: éstas incluyen información sobre tipos de interés, intermediarios financieros que no son IFM, emisiones de capital, papel comercial y activos similares, posición financiera de las AAPP y las cuentas financieras (según el Sistema Europeo de Cuentas, SEC 95).

d) Estadísticas de precios, costes y coyuntura: entre estas últimas se encuentran las cuentas nacionales, indicadores de producción, demanda y mercado de trabajo.

La elaboración de los agregados monetarios y bancarios merece un análisis algo más detallado. El cuadro núm. 4 es útil para el estudio de las necesidades del Banco Central Europeo de datos de las Instituciones Financieras Monetarias. En el citado cuadro se recopilan las principales partidas y desgloses que, según el Instituto Monetario Europeo, serán solicitadas a las IFM y posteriormente utilizadas para el cálculo consolidado del balance del conjunto de las mismas. Tres son los criterios que se emplearán para clasificar las partidas de balance: por instrumentos y vencimientos, por contrapartes y por divisas. Como se observa en el cuadro núm. 4, algunas partidas y desgloses serán recopiladas mensualmente y otras con carácter trimestral.

Las principales novedades del futuro balance agregado son las siguientes:

— En la clasificación por instrumentos y vencimientos, en el activo destaca la aparición de los títulos del mercado de dinero y el desglose de los créditos por vencimientos y, por el lado del pasivo, la división por vencimientos y la emisión de títulos del mercado de dinero.

— En la clasificación por agentes contrapartes de las operaciones con las IFM, lo más notable es la división entre sectores nacionales residentes, sectores residentes de países en la zona de implantación del euro y los residentes en el resto del mundo.

— En la clasificación por divisas, la distinción entre denominaciones en euro y en otras divisas (que incluyen las de los países de la UE que no formen parte del euro, así como el dólar, yen, etc.) es lo más novedoso.

Por último, el Banco Central Europeo deberá recibir el balance agregado mensual de las IFM de cada uno de los países participantes en el euro antes del cierre de la jornada del decimoquinto día hábil a partir del último día del mes al que se refieren los datos. Respecto a los datos trimestrales, se deberán entregar antes del cierre de la jornada del vigésimo octavo día a partir del último día del trimestre al que corresponde la información.

IV. LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA A TRAVÉS DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS NACIONALES

La última cuestión a analizar en este proceso de adaptación de los bancos centrales y de la política monetaria es el papel de los sistemas financieros nacionales (en particular, sus sectores bancarios) en el mecanismo de transmisión monetaria. Este aspecto ya es de por sí de gran importancia desde un punto de vista económico por su incidencia en la efectividad de las acciones de política monetaria y lo será todavía más cuando exista una moneda única, ya que los sistemas bancarios nacionales deben contribuir a que se logren en todos los países y con pleno alcance los objetivos deseados en cada acción monetaria acometida por el Banco Central Europeo.

Tradicionalmente, la teoría económica ha concedido una gran importancia al papel de las entidades financieras en el mecanismo de transmisión de la política monetaria (9). La capacidad de los intermediarios financieros para emitir activos de gran liquidez y, por tanto, para crear dinero, les convierte en agentes centrales en la determinación del crecimiento de la cantidad de dinero de una economía. Sin embargo, en las últimas décadas, el proceso de desintermediación ha implicado una apreciable pérdida de importancia de las entidades bancarias en la canalización de los flujos financieros. Por un lado, un número cada vez mayor de agentes acuden directamente a los mercados financieros no intermediados. Por otro lado, la competencia de entidades financieras no bancarias (y de incluso de instituciones cuya actividad fundamental no es la financiera) se ha dejado sentir en la actividad de captación de ahorro y concesión de créditos de bancos y cajas de ahorros. No obstante, y a pesar de todo lo dicho, las entidades de depósito todavía desempeñan un pa-

CUADRO NÚM. 4

PARTIDAS DE BALANCE AGREGADO DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS CLASIFICACIÓN POR INSTRUMENTOS/VENCIMIENTO, AGRUPACIONES INSTITUCIONALES

Clasificación por instrumentos/vencimiento

Activo	*Pasivo*
1. Caja*	8. Moneda en circulación
2. Créditos* hasta 1 año (a) entre 1 y 5 años (a) más de 5 años (a)	9. Depósitos 9.1. Depósitos a 1 día (e)* 9.2. Depósitos a plazo* hasta 1 año* entre 1 y 2 años* más de 2 años* (f)
3. Renta fija (b, c) hasta 1 año* entre 1 y 2 años (b)* más de 2 años*	9.3. Depósitos a la vista* hasta 3 meses* más de 3 meses* (g)
4. Títulos del mercado del dinero (d)*	9.4. Cesión temporal de activos*
5. Acciones y participaciones*	10. Títulos de Fondos en el mercado de dinero*
6. Inmovilizado*	11. Empréstitos* hasta 1 año* entre 1 y 2 años* más de 2 años*
7. Otros activos*	12. Títulos del mercado de dinero (h)*
	13. Capital y reservas*
	14. Otros pasivos*

Clasificación por agrupaciones institucionales/contrapartidas

Activo	*Pasivo*
A. Residentes nacionales* Instituciones Financieras Monetarias (IFM)* Resto de sectores residentes* Administraciones públicas* gobierno central gobierno regional gobierno local seguridad social Otros sectores residentes* otros intermediarios financieros (S. 123) compañías de seguros y fondos de pensiones (S. 125) empresas no financieras (S. 11) familias, etc. (S. 14 + 5.15) (i)	A. Sectores residentes* Instituciones Financieras Monetarias (IFM)* Resto de sectores residentes* Administraciones públicas* gobierno central gobierno regional gobierno local seguridad social Otros sectores residentes* otros intermediarios financieros (S. 123) compañías de seguros y fondos de pensiones (S. 125) empresas no financieras (S. 11) familias, etc. (S. 14 + 5.15) (i)
B. Residentes de países miembros de la UME Instituciones Financieras Monetarias (IFM)* Resto de sectores residentes* Administraciones públicas* gobierno central gobierno regional gobierno local seguridad social Otros sectores residentes* otros intermediarios financieros (S. 123) compañías de seguros y fondos de pensiones (S. 125) empresas no financieras (S. 11) familias, etc. (S. 14 + 5.15) (i)	B. Residentes de países miembros de la UME Instituciones Financieras Monetarias (IFM)* Resto de sectores residentes* Administraciones públicas* gobierno central gobierno regional gobierno local seguridad social Otros sectores residentes* otros intermediarios financieros (S. 123) compañías de seguros y fondos de pensiones (S. 125) empresas no financieras (S. 11) familias, etc. (S. 14 + 5.15) (i)
C. Residentes del resto del mundo Entidades de depósito Resto Administraciones públicas Otros residentes	C. Residentes del resto del mundo Entidades de depósito Resto Administraciones públicas Otros residentes
D. Activos no sectorizados	D. Pasivos no sectorizados

Clasificación por divisas	Euro	Denominación euro (incluyen divisas del área del euro utilizadas antes de la conversión a la moneda única)
	Divisas no-euro	Otras divisas (resto divisas UE, dólar, yen, franco suizo y resto)

(*) Datos mensuales.
(a) Clasificación solamente aplicable a créditos no interbancarios.
(b) Datos mensuales sólo para títulos emitidos por IFMs del área del euro. Los datos trimestrales de los títulos emitidos por otras entidades se clasifican en dos: hasta un año y más de un año.
(c) No incluye títulos del mercado de dinero.
(d) Tenencias de títulos del mercado de dinero emitidos por IMFs. Incluye participaciones en fondos del mercado de dinero.
(e) Incluyen saldos pendientes por cantidades ya pagadas en tarjetas emitidas en nombre de las IFM.
(f) Incluye depósitos regulados administrativamente.
(g) Incluye depósitos a la vista no transferibles.
(h) Títulos de mercado de dinero emitidos por IMFs.
(i) Familias (S. 14) e instituciones sin ánimo de lucro (S. 15).
Fuente: Instituto Monetario Europeo.

pel muy destacado en la financiación de buena parte de los prestatarios, y en especial en la de ciertos agentes (por ejemplo, familias y pymes), para las cuales el crédito bancario constituye la única fuente de financiación.

La política monetaria única va a venir acompañada de una convergencia de los tipos de interés en los diferentes países que formen parte del euro. Ello no implica que todos los tipos de interés de mercado vayan a ser iguales en todos los países y para todos los emisores, ya que las diferencias en prima de riesgo (para los diferentes prestatarios) van a continuar existiendo. No obstante, se producirá una convergencia en los diferentes tipos en los diferentes países, ya que se elimina el impacto que las expectativas sobre tipo de cambio tenían sobre los tipos de interés.

Esa convergencia se ha ido haciendo más evidente en los últimos dos años conforme el horizonte de la moneda única se ha ido aproximando. El cuadro núm. 5 muestra los rendimientos de la deuda pública a largo plazo para los cinco países más significativos de la UE desde 1991 a los primeros meses de 1997. Las fuertes divergencias en los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo existente a principios de los noventa han dado paso a un creciente acercamiento de tipos desde finales de 1995 para los países considerados. El caso español es especialmente significativo, ya que ha pasado de diferenciales en torno a los cuatro puntos respecto a Alemania a algo más de un punto en los primeros meses de 1997. A la luz de las medias mensuales para los primeros meses de 1997, cabe esperar que la media anual para 1997 del diferencial de los tipos de deuda a largo plazo entre España y Alemania se reduzca notablemente con respecto a 1996 y años anteriores y se sitúe alrededor del 1 por 100.

El análisis comparativo de otros tipos de interés nominales relevantes muestra un mayor grado de divergencia todavía existente entre países, a pesar del considerable acercamiento de los últimos años. Éste es el caso del tipo de interés interbancario a tres meses (cuadro núm. 6). El caso de España es especialmente llamativo: en los primeros años de la década presentaba tipos de interés interbancarios nominales superiores a cuatro puntos a los de Alemania y Francia y en los últimos meses se ha reducido a menos de tres puntos. Sin embargo, la imagen con los tipos reales es bien distinta: la convergencia en los tipos nominales es menor que la reducción de la inflación en España durante los últimos dos años, por lo que el diferencial de tipos interbancarios reales entre España y Alemania ha tendido a aumentar. Todo ello pone de manifiesto que todavía queda un cierto recorrido a la baja de los tipos interbancarios españoles (nominales y reales) para equipararse con los de los países centrales de la UE cuando se implante la moneda única (10).

Respecto al mecanismo de transmisión de las acciones de política monetaria a través del sistema financiero, hay dos aspectos de especial relevancia en el actual contexto hacia la política monetaria única: cómo responden los tipos bancarios a las variaciones de los tipos de mercado en los diferentes países y cómo ha afectado la liberalización y el consiguiente reforzamiento de la competencia entre entidades al grado de conexión de los tipos bancarios con los de mercado.

La primera cuestión, la rapidez y grado de respuesta de los tipos bancarios ante variaciones de

CUADRO NÚM. 5

RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO UTILIZADOS PARA LA MEDICIÓN DE LA CONVERGENCIA DE LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA
(Porcentaje)

	Alemania	*España*	*Francia*	*Italia*	*Reino Unido*	*Diferencial España-Alemania*
Media anual						
1991	8,46	11,39	9,04	13,41	10,11	2,93
1992	7,85	11,69	8,59	13,27	9,06	3,84
1993	6,51	10,21	6,78	11,19	7,55	3,70
1994	6,87	9,99	7,22	10,52	8,15	3,12
1995	6,85	11,27	7,53	12,21	8,32	4,42
1996	6,22	8,74	6,31	9,40	7,94	2,52
Media mensual						
Diciembre 1995	6,07	9,95	6,75	11,17	7,59	3,88
Diciembre 1996	5,79	7,00	5,74	7,57	7,68	1,21
Enero 1997	5,80	6,83	5,68	7,38	7,66	1,03
Abril 1997	5,90	6,95	5,81	7,69	7,75	1,05

Fuente: Banco de España, IME; elaboración propia.

CUADRO NÚM. 6

TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIO A TRES MESES

(Porcentaje)

	Alemania	España	Francia	Italia	Reino Unido	Media UE
Media anual						
1991	9,14	13,22	9,46	12,03	11,47	10,92
1992	9,41	13,34	10,12	13,86	9,40	11,04
1993	7,18	11,68	8,26	10,11	5,71	8,47
1994	5,25	8,01	5,71	8,46	5,32	6,54
1995	4,42	9,36	6,43	10,43	6,58	6,93
1996	3,19	7,49	3,80	8,79	5,99	5,30
Media mensual						
Diciembre 1995	3,82	9,21	5,46	10,57	6,42	6,42
Diciembre 1996	3,12	6,36	3,31	7,22	6,33	4,82
Abril 1997	3,16	5,56	3,27	7,10	6,35	4,71

Fuente: Banco de España.

los tipos de mercado, va a tener especial relevancia en la tercera fase de la moneda única, en la que se unificarán los tipos oficiales, así como los interbancarios. Esta cuestión es central en un buen número de países de la UE (entre los que se incluiría España) dada la gran importancia que tienen las operaciones de crédito canalizadas a través de las entidades de depósito. Por ello, es importante conocer si las entidades de los diferentes países trasladan con prontitud la variación de tipos a sus clientes o si, por el contrario, entorpecen este proceso. En el primer caso, las acciones de política monetaria alcanzarían a la totalidad de la economía, mientras que en el segundo únicamente sería percibido por el limitado número de agentes económicos que acude directamente a financiarse a los mercados de capitales.

La traslación por parte de las entidades de depósito de las variaciones de los tipos de intervención a los bancarios ha sido analizada recientemente en la literatura especializada. En el ámbito de la Unión Europea, los estudios tienden a concluir que aunque no parecen existir diferencias muy marcadas por países en la potencia y alcance final del canal de los tipos de interés del mecanismo de transmisión monetaria, sí que se ponen de manifiesto velocidades de ajuste relativamente diferentes. En particular, los estudios disponibles coinciden en señalar que en el Reino Unido, España y Holanda la transmisión de los tipos de interés es comparativamente más rápida que la de Alemania, Francia e Italia (11).

El análisis del caso español también está bien documentado. Los resultados de los principales estudios revelan que desde finales de los ochenta, y vinculado al proceso desregulador y al aumento de la competencia, se aprecia un notable incremento en la sensibilidad de los tipos activos y pasivos de las entidades de depósito ante variaciones de los tipos oficiales del Banco de España, con lo que se ha producido una mayor velocidad en la transmisión de los impulsos monetarios (12). Asimismo, los resultados ponen de manifiesto que el grado de transmisión es mayor hacia las operaciones de activos que hacia las de pasivo, por lo que el diferencial tiende a evolucionar en línea con la situación de los mercados a corto plazo, que son los más influidos por las acciones de política monetaria. Por otro lado, la traslación de la variación de los tipos de intervención es más rápida en el caso de las nuevas operaciones de activo y pasivo que en los rendimientos y costes medios para el banco, que presentan una mayor rigidez y un comportamiento inercial (13).

A la hora de trasladar estos resultados del mecanismo de transmisión monetaria para diferentes países a la tercera etapa de la UME, conviene hacerlo con cierta cautela debido a los cambios que supondrá la introducción del euro en la relación tipos oficiales y tipos bancarios. En este sentido, el reforzamiento de la competencia y la desregulación, entre otros factores, pueden fomentar la convergencia (e igualación) en el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria entre los diferentes países que formen parte del euro. Es, por ello, conveniente analizar la evolución reciente de las estructuras de mercado en los sectores bancarios de la UE para así poder delimitar el recorrido que les queda pendiente hacia la mayor competencia que implicará la introducción de la moneda única.

Existen diferencias notables en términos de estructura de mercado en los sistemas bancarios nacionales de la UE: hay sectores nacionales como el británico que se encuentran muy concentrados, mientras otros (Alemania e Italia) presentan una elevada fragmentación y un bajo grado de concentración. Los sectores bancarios francés y español

se situarían en una posición intermedia en términos de grado de concentración (14).

En todo caso, el factor más destacable en la reciente evolución de la estructura de mercado de los sectores bancarios nacionales de la UE ha sido el fuerte aumento de la competencia, fomentado por el proceso desregulador, cuyo hito más importante hasta la fecha ha sido la implantación del mercado único. Este aumento de la competencia se ha puesto de manifiesto claramente en la evolución en los precios y márgenes de las operaciones de activo y pasivo de las entidades bancarias. Así ha ocurrido en España, donde las entidades de depósito han pasado de una rivalidad basada casi exclusivamente en el servicio prestado al cliente (a través del número de oficinas y la cercanía de las mismas) a una competencia en tipos de interés.

Este reforzamiento de la competencia se ha reflejado en la mayor velocidad de adaptación de los tipos de interés de activo y pasivo ofrecidos por las entidades de depósito tras una variación de los tipos oficiales y de mercado. En este contexto ha estado acompañado de una minoración progresiva de los márgenes de intermediación de la actividad de préstamos y depósito de estas instituciones.

La reducción de los márgenes financieros ha sido generalizada en casi todos los países de la UE durante la última década, aunque el alcance de la misma ha sido desigual. El cuadro núm. 7 presenta la intensidad de la reducción de los márgenes de intermediación para una muestra de sistemas bancarios nacionales de la UE durante 1988-1994. La intensidad de la reducción de los márgenes de intermediación del sector bancario español ha sido la más elevada (1,20 puntos) de los países de la muestra en el período citado, seguida de la de Reino Unido (0,91 puntos) y Francia (0,85 puntos), mientras que en Alemania los márgenes financieros se han mantenido bastante estables durante el período.

Las desiguales reducciones de márgenes vienen explicadas en parte por la diferente situación de partida en las estructuras del mercado bancario de los diferentes países. Sin embargo, el proceso de equiparación total de márgenes está condicionado, entre otros factores, por las diferencias de especialización productiva de las entidades de depósito. En este sentido, en algunos países (como es el caso de España), en los que la mayor importancia relativa del negocio minorista en la actividad de las entidades financieras implica unos mayores niveles de servicio y, por consiguiente, unos costes de explotación más elevados (si bien decrecientes), podría estar justificado el mantenimiento de márgenes superiores a los de países con un mayor peso del negocio mayorista en el sector bancario (véase cuadro núm. 7).

Los diferentes niveles de márgenes y de costes de transformación implican la existencia de diferenciales desiguales entre los tipos ofrecidos por las entidades y los tipos oficiales en los sistemas bancarios de los países de la UE; por tanto, el mecanismo de transmisión monetaria no opera de igual forma en todos los países. No obstante, cabe esperar que en el futuro próximo las nuevas aplicaciones tecnológicas y las estrategias comerciales de las entidades estimulen un cambio paulatino en las preferencias de los clientes bancarios, con lo que el valor económico de disponer de una extensa red de oficinas tenderá a ser menor, lo que inducirá a las entidades minoristas a reducir paulatinamente la dimensión de dicha red. Si a este factor se le une las potenciales ganancias de productividad derivadas de la implantación de los nuevos desarrollos tecnológicos y de la mejora del nivel de cualificación de los recursos humanos, se puede modificar el nivel de los costes de explotación de forma significativa.

V. CONCLUSIONES

La implantación del euro implica, entre otros requisitos, la adaptación institucional y operativa de los bancos centrales nacionales y la adopción de una estrategia e instrumentos para la política monetaria única, con algunas implicaciones desiguales para los sistemas financieros nacionales de los países de la futura UME. El presente trabajo ha pretendido analizar ese proceso de adaptación y las

CUADRO NÚM. 7

MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN, MÁRGENES ORDINARIOS Y GASTOS DE EXPLOTACIÓN DE LOS SECTORES BANCARIOS DE SIETE PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA
(Porcentaje balance medio) (1988, 1994)

	Bélgica		*Francia*		*Alemania*		*Italia*		*Países Bajos*		*España*		*Reino Unido*	
	1988	*1994*	*1988*	*1994*	*1988*	*1994*	*1988*	*1994*	*1988*	*1994*	*1988*	*1994*	*1988*	*1994*
Márgenes de intermediación	1,60	1,33	2,12	1,27	2,14	2,18	3,27	2,63	2,30	1,89	4,20	3,00	3,25	2,34
Márgenes ordinarios	2,12	1,75	2,54	1,98	2,63	2,71	4,51	3,45	3,16	2,66	5,21	3,83	5,10	4,12
Gastos explotación	1,37	1,24	1,63	1,46	1,79	1,64	3,04	2,24	2,14	1,78	3,34	2,29	3,33	2,64

Fuente: OCDE (Bank Profitability).

implicaciones sobre el sistema financiero. Las principales conclusiones son las siguientes:

a) A nivel institucional, todavía existen algunas inconsistencias en los estatutos de los bancos centrales nacionales con el Tratado constitutivo de la Unión Europea y con los estatutos del SBC y del BCE, que requieren su adaptación y reforma antes de la tercera fase de la unión monetaria.

b) En cuanto a la adaptación operativa, ya se han producido avances a la hora de la selección de la estrategia y los instrumentos de política monetaria. En el primer caso, aunque se desconoce la estrategia definitiva, parece que de las dos ya seleccionadas (directa y la que emplea un agregado monetario como objetivo intermedio), la primera es la más probable que se utilice en los primeros tiempos de la tercera fase. Asimismo, el IME ha especificado los instrumentos de política monetaria de la tercera fase de la UME. En este contexto, la creación del sistema transfronterizo de liquidación de grandes pagos (TARGET) y las nuevas estadísticas económicas y financieras para toda la zona euro serán dos elementos importantes de apoyo.

c) Por último, hay que indicar que todavía existen diferencias en los mecanismos de transmisión monetaria a través de los distintos sistemas financieros nacionales, con lo que el alcance y velocidad de los efectos de las acciones de política monetaria serán algo desiguales entre países. En todo caso, el incremento de la competencia y los desarrollos tecnológicos en los sistemas bancarios europeos contribuirán a una mayor convergencia entre países en este punto y a una creciente intensidad en los efectos derivados de una decisión monetaria.

NOTAS

(1) Véase Instituto Monetario Europeo (1997).

(2) Ésta es una definición empleada recientemente por Paul Volcker y Alan Greenspan y recogida en el trabajo de Kahn (1996, pág. 53).

(3) Véase Borio (1997) para una amplia revisión de los principales procedimientos e instrumentos de política monetaria en los países industrializados.

(4) Véase Instituto Monetario Europeo (1997).

(5) Asimismo, existirán sistemas de liquidación de operaciones con valores (*Securites settlement systems*), que contribuirán al buen desarrollo de la política monetaria y a la integración de los mercados monetarios.

(6) Los sectores financieros de los países de la UE que no formen parte de la moneda única desde el primer momento podrán conectarse a TARGET siempre y cuando sus sistemas nacionales de pagos sean capaces de procesar operaciones en euros.

(7) El EUROSTAT, oficina comunitaria de estadística, compartirá responsabilidades con el Banco Central Europeo en algunas de las estadísticas.

(8) Éstas se definen como las instituciones de crédito residentes (según la normativa comunitaria) y todas aquellas entidades financieras residentes cuya actividad es la captación de depósitos (y/o productos sustitutivos de los mismos) de clientes (familias, empresas no financieras y AAPP) y la concesión de créditos por cuenta propia y la realización de inversiones en valores.

(9) Véase, por ejemplo, Servicio de Estudios del Banco de España (1997, capítulo 15).

(10) La moneda única va a suponer la unificación de los tipos interbancarios entre países. No obstante, de nuevo hay que indicar que pueden existir pequeñas divergencias en los tipos interbancarios (y en otros) aplicados a diferentes prestatarios como consecuencia de las diferentes primas de riesgo que les asigne el mercado.

(11) Véase Muñoz de la Peña (1997).

(12) Véase Servicios de Estudios del Banco de España (1997, capítulo 15).

(13) Véase Fuentes (1996).

(14) Véase Cebrián Carrasco (1997)

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Borio, Claudio E. V. (1997), «Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries», *BIS Working Paper,* núm. 40, Bank for International Settlements, Basilea, marzo.

Cebrián Carrasco, J. (1997), «Concentración del sistema bancario español en el período 1980-1995», *Boletín Económico,* Banco de España, enero, págs. 79-102.

Fuentes, I. (1996), «Evolución reciente de los tipos de interés, rendimientos y costes medios de las operaciones de préstamo y depósito en pesetas de las entidades bancarias», *Cuadernos de Información Económica,* núm. 115, Fundación FIES, CECA, octubre, págs. 66-71.

Instituto Monetario Europeo (1996), *El Progreso hacia la Convergencia: 1996,* noviembre.

Instituto Monetario Europeo (1997), *The Single Monetary Policy. Specification of the operational framework,* enero.

Kahn, G. A. (1996), «Achieving Price Stability: A Summary of the Bank's 1996 Symposium», *Economic Review,* Federal Reserve Bank of Kansas City, vol. 81, núm. 4, Fourth Quarter, páginas 53-62.

Muñoz de la Peña, E. (1997), «La naturaleza de los mecanismos de transmisión monetaria en España y en los principales países europeos», *Boletín Económico,* Banco de España, enero, páginas 55-70.

Servicio de Estudios del Banco de España (1997), *La política monetaria y la inflación en España,* Alianza Editorial, Madrid.

UNA SUGERENCIA PARA PLANTEARSE EL PROBLEMA DE LA REPUTACIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Juan Urrutia

I. INTRODUCCIÓN

Ante la entrada en funcionamiento de la tercera fase de la unión monetaria (UM), presumiblemente el 1 de enero de 1999, y la consiguiente puesta en marcha del sistema europeo de bancos centrales (SEBC) surge una preocupación de hondo calado: ¿podrá el Banco Central Europeo (BCE) actuar de acuerdo con sus propios estatutos, basados en los del Bundesbank e incorporados al Tratado de la Unión Europea (TUE)? El problema no es el de la independencia de un banquero central reputadamente antiinflacionario, sino el de la adquisición de una reputación antiinflacionaria por parte de un nuevo banco central, en este caso el BCE, que nace formalmente independiente.

La sospecha de que quizá el BCE sea un pobre sustituto del Bundesbank proviene de dos orígenes. Por un lado, tanto en su Consejo de Gobierno como en su Comité Ejecutivo hay personas que, de una manera u otra, podrían estar condicionadas por los intereses de su propio país. Por otro lado, el desbarajuste fiscal (medido por el tamaño del déficit y de la deuda) con el que, previsiblemente, vaya a inaugurarse la tercera fase de la UM podría forzar una política monetaria exageradamente acomodaticia y contraria a sus objetivos estatutarios que acabe relegando a un segundo plano lo que en ellos es el objetivo primordial: la estabilidad de precios.

Para sopesar los fundamentos de estas sospechas y para *sugerir* que el TUE, al mantener la política fiscal en el ámbito nacional de acuerdo con el principio de subsidiariedad está, de hecho, desactivando su presunta virulencia, procederé de la siguiente manera. Primero, *sugeriré* que hay una relación entre la reputación antiinflacionaria que el BCE quisiera hacerse y el reforzamiento de aquellos mecanismos de seguimiento que permiten exigirle responsabilidades (1). En segundo lugar, trataré de acomodar la transparencia y la información que la noción de *accountability* supone a la noción de *cheap-talk* propia de la teoría de los juegos. De hecho, trataré de mostrar que esta noción puede ser muy útil en el contexto de un juego repetido no-virtual entre la política monetaria y la política fiscal para entender cómo el BCE adquiere su reputación. En tercer lugar, y de acuerdo con lo anterior, ofreceré mis *sugerencias* básicas: que el BCE puede adquirir la reputación adecuada sin necesidad de ser fanático; que la descentralización de la función estabilizadora de la política fiscal es una aplicación del principio de subsidiariedad que tiene mucho sentido en sí misma; que, en cualquier caso, esa descentralización fiscal constituye un escape a las preocupaciones estabilizadoras de los estados miembros (que se ven menos tentados a tratar de manipular las decisiones del BCE, permitiendo, de esta forma, la construcción de su reputación), y que, dada esa reputación, mejora la posibilidad de disciplinar la política fiscal aunque esté descentralizada. En los comentarios finales, diré algo sobre aquellos factores de los que he abstraído para poder acarrear con limpieza mis sugerencias. En efecto, hasta ese punto, admito sin discusión la independencia de los bancos centrales y sus objetivos antiinflacionarios.

Para terminar esta introducción, quiero subrayar que el uso profuso de la idea de *sugerencia* pretende avisar de que, en lo que sigue, no hay ni teoremas nuevos ni tratamiento de datos, sino sólo una aplicación heurística, y un poco traída por los pelos, de un teorema reciente, junto a una buena dosis de «conversación» más o menos especializada. Espero que sea útil.

II. BANCO CENTRAL EUROPEO Y BUNDESBANK

La comparación entre el funcionamiento de una institución bien establecida como el Bundesbank, con unos objetivos socialmente legitimados y con una reputación sólidamente establecida, y el eventual desenvolvimiento del BCE, que tiene que construir su reputación y legitimarse, permite introducir la noción de *accountability* y relacionarla con la de reputación en el contexto de la discusión entre reglas y discrecionalidad en el ejercicio de la política monetaria.

Tomemos como punto de partida lo que es bien conocido respecto del Bundesbank. La superinflación de los años veinte en Weimar y en los restos del imperio austrohúngaro, unida al consecuente fracaso de las instituciones democráticas, confiere al objetivo prioritario de estabilidad de precios una *legitimidad social* que no ocurre en otros ámbitos geopolíticos. El Bundesbank, con su independencia, ha adquirido una sólida *reputación* de querer y poder tener bajo control la tasa de inflación. Con esa reputación, puede muy bien permitirse el lujo de ejercer la *discreción,* e incluso de atender a otros objetivos o de ser acomodaticio. Para que este lujo sea posible, parece conveniente que la *accountability* no constituya un obstáculo, cosa que se acabaría dando si la discrecionalidad estuviera sujeta a una enorme *transparencia* o si tuviera que establecerse continuamente una discusión sobre las actuaciones basadas en una *información* detallada.

Antes de comparar esta descripción con el diseño y los problemas del BCE, destacaré que, tal como he dicho, la discreción se ha ejercido por el Bundesbank. Recordemos, en primer lugar, y a pesar de que estoy abstrayendo de los problemas cambiarios, que a lo largo de los avatares del Sistema Monetario Europeo a partir de Maastricht, el Bundesbank ha cedido a presiones políticas para actuar en favor de la credibilidad del sistema. Esto es bien conocido, pero lo que quizá no lo es tanto es que en dos ocasiones, a finales de los años ochenta, el Bundesbank permitió que la oferta monetaria sobrepasara los límites preestablecidos para acomodar aumentos en la demanda de dinero que provenían del *crash* de octubre de 1987 y de una retención fiscal sobre intereses que se anunció en Alemania a finales de 1988. El *Annual Report* de 1988 documenta este segundo aspecto del uso de la discrecionalidad por parte del Bundesbank (2). En tercer lugar, la forma sofisticada en la que Alemania parece seguir la regla de Taylor permite pensar que la discrecionalidad del Bundesbank toma en consideración la situación real de la economía (3).

Pues bien, para el BCE, el uso de la discreción será mucho más difícil y arriesgado. Para empezar, el objetivo antiinflacionario, aunque prioritario, no goza en la UE de la misma *legitimidad social* que en Alemania debido a experiencias históricas bien diferentes. Como, en cualquier caso, la *reputación* antiinflacionaria del BCE está por construir, no parece que pueda permitirse gran *discrecionalidad* en sus actuaciones, sino que debiera tratar de ganarse su *reputación* en base al uso inflexible de *reglas.* Cuando se utilizan reglas, la *accountability* puede florecer, porque la transparencia informativa es fácil de poner en práctica y porque la discusión pública sobre reglas es siempre más fácil que sobre actuaciones discrecionales mal definidas. Ahora bien, que florezca o no depende de los estatutos del BCE y de cómo se interpreten. Aparentemente, el TUE establece un montón de cautelas que, diseñadas para compensar democráticamente la independencia constitucional del BCE, pueden servir para hacer posible la *accountability.* Si, de hecho, se ejercen así, se habrá dado un paso muy grande hacia la consecución de la reputación del BCE, tal como ahora trataré de sugerir.

III. *ACCOUNTABILITY* Y REPUTACIÓN: EL JUEGO DE LA POLÍTICA MONETARIA Y DE LA POLÍTICA FISCAL

El apartado anterior muestra con cierta claridad dos cosas: que la independencia o no de un banco central no está aquí en juego, y que lo que sí está en juego es cómo la *accountability* puede coadyuvar a la obtención de una reputación antiinflacionaria. El argumento *standard* a favor de la independencia del banco central supone que el gobierno no tiene credibilidad en la lucha contra la inflación, y muestra que el correspondiente sesgo inflacionario puede ser disminuido dotando de independencia a un *reputado* luchador antiinflacionario (4). Sin embargo, el SEBC es una institución nueva, en cuyo contexto nadie puede tener una reputación ni buena ni mala. Lo que está en juego es si la *accountability* puede coadyuvar a la reputación, en cuyo caso, nótese, la independencia no es necesaria (5).

Comencemos por recordar algo bien conocido y obvio. Aun suponiendo que la política monetaria y la política fiscal fueran eficaces (en contra de no pocas sugerencias teóricas) y que, por tanto, mereciera la pena ejercerlas, queda todavía el problema de su interdependencia a través de la financiación del déficit presupuestario. Como hoy está prohibido recurrir al BCE (o a los BCNS) para financiar el déficit presupuestario de cualquier país miembro, éste no tiene más remedio que atraer ahorro emitiendo deuda. Si el ahorro fuera europeo, la necesidad de atraerlo exige un aumento del tipo de interés, lo que expulsa a la inversión privada y reduce la tasa de crecimiento. Esto, a su vez, genera más déficit, con lo que se acaba presionando en favor de una política monetaria más expansiva (6). Parece, pues, que podríamos intentar una aplicación informal de la teoría de juegos no-cooperativos.

Las relaciones entre la política fiscal y la política monetaria pueden verse, en efecto, como un juego entre el Ministerio de Hacienda (Sr. F) y el banco central (Sr. M), en el que caben cuatro posibilidades: si F cede ante M, domina la política monetaria y el banco central consigue «implementar» una inflación pequeña (Π_m) a costa de reducir mucho la tasa de crecimiento (g_m); simétricamente, si el que cede es M, domina la política fiscal y M acomodará la oferta monetaria generando una inflación grande Π_M y permitiendo una g_M grande; si ninguno cede, la política monetaria genera una inflación Π_n y la política fiscal sostiene una tasa de crecimiento g_n; ahora bien, si ambos señores cedieran, coordinarían ambas políti-

cas y acabarían generando una senda equilibrada con Π^* y g^*. Supondremos que se dan las siguientes desigualdes que no parecen descabelladas:

$g_M > g^* > g_n > g_m$ y $\Pi_M > \Pi_n > \Pi^* > \Pi_m$

Este análisis del pulso entre F y M se resume en la matriz A de resultados en el espacio de tasa de crecimiento (g) y tasa de inflación (Π), en donde L se identifica con «ceder» y R con «no ceder».

MATRIZ A

Sr. M

Sr. F	L	R
L	4 g^*, Π^*	1 g_m, Π_m
R	2 g_M, Π_M	3 g_n, Π_n

Además, supondremos que la cuadrícula 3 corresponde al punto de partida del juego, pues corresponde a una situación como la actual, con una inflación relativamente alta y una tasa de crecimiento relativamente baja.

Sobre el espacio de la matriz anterior, se pueden definir preferencias alternativas que definen matrices de pagos diferentes. Si F y M son *fanáticos,* tendríamos la matriz de pagos C, en la que el Sr. M ordena las situaciones exclusivamente en términos de la inflación y, además, desea fervientemente minimizar la tasa de inflación, y en la que el Sr. F ordena las situaciones exclusivamente en términos de tasa de crecimiento y desea fervientemente maximizar la tasa de crecimiento. Si ninguno de ellos fuera un *fanático* en el sentido anterior, podríamos obtener la matriz de pagos B.

La matriz de pagos C configura el juego llamado «dilema del prisionero», en el que R es estrategia dominante y en el que, en consecuencia, (RR) es un equilibrio de Nash. Nótese que el óptimo paretiano (LL) *no* es un equilibrio de Nash. La matriz de pagos B configura, en cambio, un juego de coordinación con interés común en el que la estrategia dominante es L, y en donde hay dos equilibrios de Nash (R, R) y el óptimo paretiano (LL).

Antes de pasar al análisis de estos juegos, notemos que las preferencias son conocidas por los jugadores, por lo que el problema de la reputación no es el de tratar de revelar unas preferencias que uno no tiene en el fondo o que los demás no saben que uno tiene. En el contexto presente, y tal como veremos ahora, el problema de la reputación es el de la credibilidad de los mensajes que cada jugador puede enviar, en el despliegue de la *accountability,* en un intento de coordinar las políticas monetaria y fiscal.

Continuemos con el análisis de los dos juegos. Como el punto de partida (RR) es un equilibrio de Nash en ambos, en ningún caso se obtendrá (LL) en el contexto de un juego estático. Hay que pasar, pues, a un contexto de juegos dinámicos. Éstos pueden ser *virtuales* (en los que, como la estrategia es *one-shot,* no se aprende nada y el tiempo es irrelevante) o *reales* (en los que la estrategia es revisable y el tiempo es relevante, ya que se puede aprender). Y cualquiera de esos tipos puede permitir la comunicación previa o no permitirla. Como el problema que nos ocupa parecería dar relevancia al tiempo, y como sin comunicación previa no cabe la *accountability,* parece natural concentrarse en juegos repetidos en tiempo real y con comunicación.

En nuestro caso, la pregunta es si es posible pasar de la casilla 3 a la 4 utilizando una especie de *cheap-talk* consistente en anunciar el movimiento que se va a hacer. En el caso del «dilema del prisionero», la estrategia doble consistente en «anunciar L y hacer L» no puede emerger a partir de «anunciar R y hacer R». La razón es que el mensaje «voy a hacer L» no es creíble debido a que (LL) no es un equilibrio de Nash. En este ejemplo vemos, pues, que lo que he denominado fanatismo precluye la obtención del óptimo.

En el juego de coordinación, la situación es muy distinta. Supongamos primero que el espacio de mensajes en el que tiene lugar la comunicación propia de la *accountability* no es muy rico en el sentido de que no caben los mensajes condicionales. Notemos que la estrategia doble «anunciar R y hacer R» es la mejor respuesta a la estrategia de partida, y que la estrategia doble «anunciar L y hacer L» *no* es la mejor respuesta a la de «anunciar R y hacer R» de la que partimos. Para ver esto último, tomemos a M. Cumplirá lo anunciado si cree que F ha sido

MATRIZ B

Sr. M

Sr. F	L	R
L	10,10	0,5
R	5,0	1,1

MATRIZ C

Sr. M

Sr. F	L	R
L	10,10	0,15
R	15,0	1,1

persuadido por el anuncio porque, en ese caso, pasa de ganar 1 a ganar 10. Pero si M cree que F no ha sido persuadido por su anuncio, no cumplirá lo anunciado, pues pasaría de ganar 1 a ganar 0. Vemos, pues, que no es obvio que la *accountability* sirva para alcanzar la reputación adecuada, contrariamente a lo que, convenientemente interpretados, pretende insinuar Briault, Haldana y King (7).

Sin embargo, se puede argüir que si la *accountability* define un espacio de mensajes suficientemente rico, sí puede alcanzarse la reputación que se desea a través de hacer creíble el anuncio «voy a jugar L». En efecto, pensemos en la estrategia doble consistente en «anunciar L y hacer L si el otro anuncia L, o hacer R si el otro anuncia R». Notemos que si F adopta esta estrategia gana 10 si M también la adopta, y gana 1 si M se mantiene en la primitiva de «anunciar R y hacer R». Lo mismo ocurre desde el punto de vista de M. Luego esta nueva estrategia doble funciona mejor que la inicial. Igualmente, funciona mejor que la estrategia mentirosa consistente en «anunciar L y hacer R, sea lo que sea lo que anuncien los demás», pues en este caso gano 1 si el otro se mantiene o me sigue. En consecuencia, en un juego evolutivo, la estrategia doble «mutante» que hemos considerado prevalecerá. A partir de ahí, se puede probar que la dinámica imitativa de la *mejor respuesta* lleva a que la estrategia «anunciar L y hacer L» emerja como equilibrio del juego (8).

La interpretación de este resultado es muy sencilla. La *accountability* ha permitido desarrollar una pauta de conducta del BCE consistente en «decir L y hacer L». Sus declaraciones adquieren credibilidad y, en consecuencia, adquiere la reputación de hacer L, que es lo que queríamos.

IV. DESCENTRALIZACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL ESTABILIZADORA

Hasta ahora, lo que he sido capaz de sugerir de manera informal es que el BCE, como cualquier banco central sin reputación, quizá puede adquirirla a través de la comunicación transparente exigida por la *accountability,* siempre que no haya excesivo fanatismo por parte de las autoridades económicas. Ahora tengo que enfrentarme a la descentralización fiscal que, pretendidamente, estaría en la base del desbarajuste fiscal que condiciona la política monetaria.

Para empezar, quiero mostrar que hay dos «hechos» que se sostienen mutuamente: 1) descentralización de la política fiscal, y 2) reputación de la política monetaria. El argumento es trivial. Por un lado, la descentralización del aspecto estabilizador de la política fiscal, al conceder a los estados miembros de la UM una manera de corregir los *shocks* idiosincrásicos, elimina (parte de) la presión de sus representantes en el Consejo de Gobierno del BCE, y facilita a éste la tarea de dotarse de una reputación adecuada mediante reglas creíbles. Por el otro lado, cuanto más indudable sea la reputación alcanzada por el BCE, más se la creerán las autoridades fiscales nacionales y menos tentadas estarán de saltarse su restricción presupuestaria intertemporal, especialmente en un contexto de libertad de movimientos de capital.

Sin embargo, y para continuar, este argumento no es suficiente para justificar con toda generalidad la descentralización fiscal propia del principio político de subsidiariedad. Este principio diría que el poder fiscal debe quedar en los estados miembros, a no ser que su centralización constituya una mejora evidente. Pero esto último es difícil de probar. En efecto, si consideramos a la política de estabilización fiscal centralizada como un mecanismo de seguro, los evidentes problemas de azar moral y selección adversa la hacen prácticamente imposible de poner en práctica. Tendríamos, pues, que probar que la apelación a los mercados de capitales, como alternativa al aseguramiento, se facilita haciéndola de manera centralizada. Pero esto no es cierto, ya que los estados miembros con mejores *ratings* no necesitan al centro, y el centro no quiere trabajar para los otros, pues le rebajarían sus *ratings*. Parece, pues, que, por una vez, un principio político del TUE tiene sentido económico (9).

Para terminar, me parece interesante presentar alguna evidencia que pueda interpretarse como sostenedora de que los estados miembros no son tan irresponsables como parecería, y de que han sabido utilizar cíclicamente los déficit presupuestarios teniendo en cuenta la restricción presupuestaria intertemporal sin necesidad de ser apremiados por Maastricht, cooperando así a mantener la actividad económica a pesar de los *shocks* petrolíferos. Miremos al cuadro adjunto. A la vista de este cuadro, que configura la figura 6.2 de *Making sense of subsidiarity, op. cit.,* pág. 132, los autores del CEPR comentan en la página 131: «¿Qué hubiera pasado en 1993 si Europa hubiera estado ya operando bajo esta cláusula (de Maastricht)? El déficit medio era cercano al 6 por 100 del PIB, *pero partes significativas de esos déficit eran cíclicas. Incluso aunque en 1993 Maastricht apareciera sólo en la lontananza, la mayoría de los países renunciaron a una expansión fiscal*» (traducción y cursiva mías).

V. COMENTARIOS FINALES

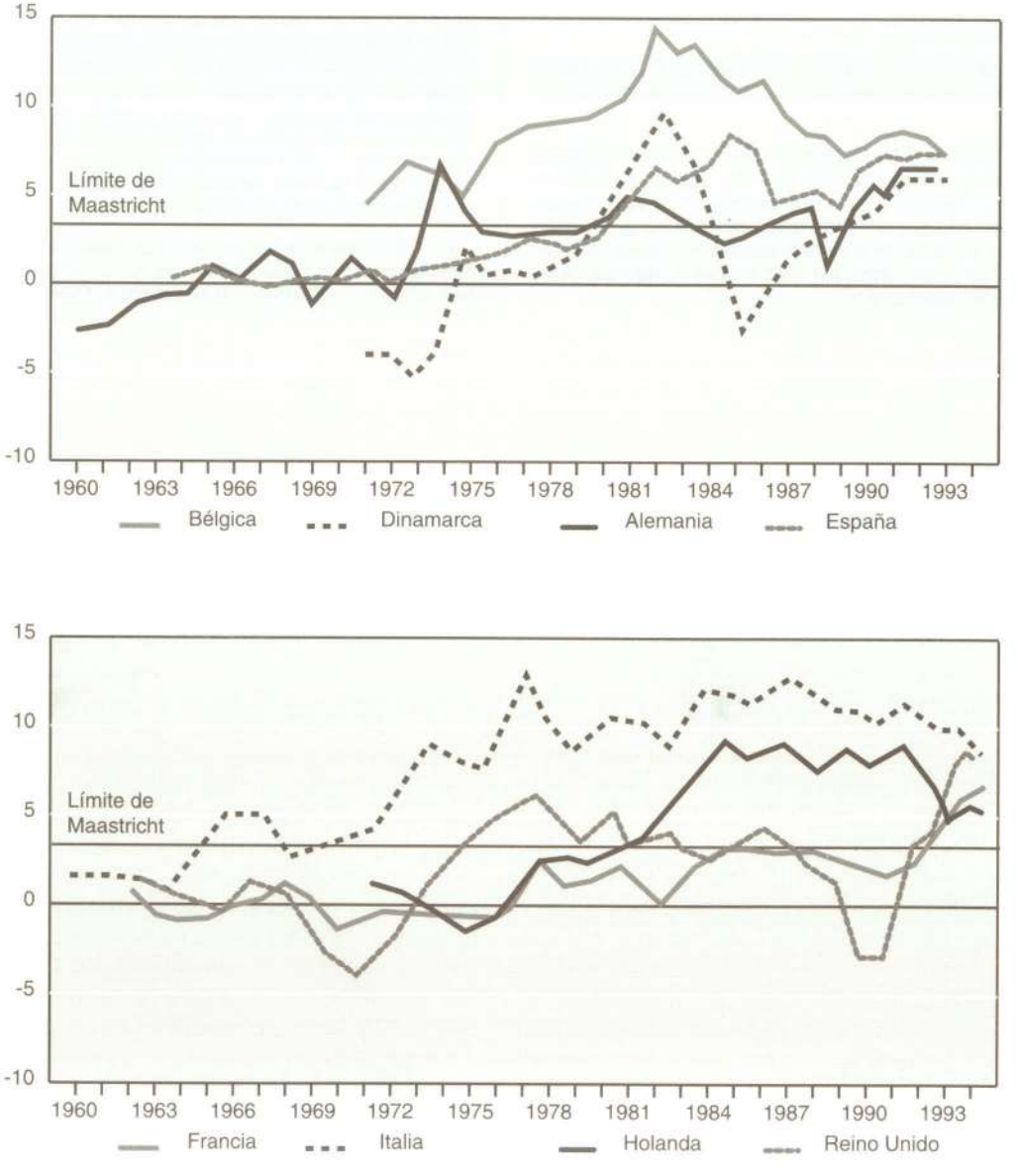
Hoy se expresan dudas sobre la posibilidad de que el BCE pueda cumplir en serio con su función antiinflacionaria. En este trabajo, he tratado de sugerir que el BCE puede alcanzar la suficiente reputación como para ser útil, y ello, precisamente, por la descentralización de la política fiscal, y ello tanto

más fácilmente cuanto menos fanático sea el BCE. Es decir, en mi argumentación, los *presuntos peligros del funcionamiento del BCE resultan ser sus más sólidos puntos de apoyo.*

Esta especie de herejía, o provocación intelectual, está en la misma longitud de onda que otras dos implícitas en lo anterior. Primera, a pesar de que he utilizado a menudo la locución «independencia del banco central» lo he hecho para dar entrada a la idea de responsabilidad democrática y de *accountability,* y no porque esa independencia fuera necesaria. En efecto, y tal como ya he afirmado repetidamente, si se adquiere la reputación adecuada, la independencia no es necesaria. Segunda, no hay necesidad ninguna de exagerar los objetivos antiinflacionarios. Hay otros que, de hecho, se tienen en cuenta en la misma puesta en práctica de la política monetaria y que, por ser tenidos en cuenta, facilitan la coordinación de las políticas monetaria y fiscal.

Terminaré con otra herejía, la última. Si en el gráfico 1 observamos el comportamiento del déficit en los países más responsables —es decir, más respetuosos con la restricción presupuestaria intertemporal—, nos percatamos inmediatamente de que han traspasado los límites de Maastricht. Si éstos

GRÁFICO 1
DÉFICIT PÚBLICO Y LÍMITE DE MAASTRICHT
1960-1993 (Porcentaje del PIB)



se imponen inflexiblemente dentro de la UE, la presión para que ésta haga política estabilizadora centralizadamente será irresistible, y esto, tal como he sugerido, puede hacer difícil el funcionamiento del BCE. Este límite del 3 por 100 parece, pues, indeseable. Tanto más los límites inferiores establecidos en el pacto de estabilidad alcanzado en la cumbre de Dublín.

NOTAS

(1) Me estoy refiriendo a la *accountability*. El término *accountability* es difícil de traducir. Sin duda se refiere a «responsabilidad», pero parece poner énfasis en las condiciones que hacen que esa responsabilidad puede ser exigida («controlabilidad»). No podría serlo si no hubiera mecanismos de seguimiento y sanción, y éstos no podrían funcionar sin la información suficiente y sin su difusión transparente en un lenguaje suficientemente rico. Quienes pueden ser removidos por el voto son, sin duda, *accountables* ante los electores; pero en lo que sigue no se discutirá sobre el voto.

(2) Ver D. BEEG *et al.* (1991), *The making of a monetary union,* Monitoring European Integration, CEPR, Appendix 2A, páginas 18-19.

(3) Ver R. CLARIDA y M. GERTLER (1996), «How Bundesbank conducts monetary policy», NBER, *Working Paper*, núm. 5581, mayo, citado por *The Economist,* que explica así la sofisticación del Bundesbank: «Ajusta los tipos sobre la base de la inflación esperada, no la actual; y los sube abruptamente cuando la inflación amenaza con subir; pero los baja menos inmediatamente cuando la presión desaparece.»

(4) Ver R. ROGOFF (1985), «The optimal degree of commitment to an intermediary monetary target», *Quarterly Journal of Economics,* noviembre.

(5) Ver mis notas en *Papeles de Economía Española,* número 57, 1993, págs. 96-98.

(6) Un argumento análogo puede construirse si se acude al ahorro no-europeo con base en la revalorización consiguiente del euro.

(7) *Bank of England. Quarterly Bulletin,* febrero 1996.

(8) La idea de que el *cheap-talk* puede ayudar a alcanzar el óptimo en un juego de interés común es conocida, y no se restringe ni a juegos evolutivos ni a juegos dinámicos. En particular, se puede mostrar, tal como hace VEGA-REDONDO en el punto 2.8 de su libro *Evolution, games and economic behaviour* (Oxford University Press, 1996), que la coordinación óptima se encuentra en el conjunto de equilibrio, que él denomina EAS *(Evolutionary absorbing set),* de un juego estático de interés común (pág. 39). En el contexto presente, parece, sin embargo, adecuado centrarse en juegos evolutivos. De hecho, la argumentación de los tres párrafos anteriores se debe al trabajo de A. MATSUI, «Cheap-talk and cooperation in a society», *Journal of Economic Theory,* 54, 1991, págs. 245-258, en el que se aplica la noción de equilibrio denominada *Social stable set* (SSS), desarrollada por I. GILBOA y A. MATSUI en su trabajo de *Econometrica* (59, págs. 859-867, 1991). Matsui, en el artículo del JET, muestra que, en general, el óptimo pertenece al SSS, y que, en particular, éste se reduce a aquél en el ejemplo utilizado. La aplicación minuciosa de estos resultados al problema del texto exigiría ulteriores precisiones técnicas e interpretaciones delicadas en relación con el número de jugadores F y M y con la duración de su interacción. Sin embargo, éstas parecen ociosas en un trabajo como el presente, que sólo pretende ser sugerente.

(9) Esto no es sino un resumen apretado del capítulo 6 de *Making sense of subsidiarity: how much centralization for Europe?,* Monitoring European Integration, 4, CEPR, 1993.

PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS ANTE LA UNIÓN MONETARIA

Raimundo Ortega Fernández

I. INTRODUCCIÓN

Este trabajo versa sobre las «perspectivas de los mercados financieros en España y en Europa ante la unión monetaria europea». Un acontecimiento de esta magnitud tiene, por fuerza, que originar consecuencias trascendentales en la configuración y el funcionamiento futuros de los mercados financieros de los cuales los nuestros son una parte no precisamente desdeñable. La tarea de análisis se ve, sin embargo, necesariamente dificultada por las incertidumbres que rodean el inicio de ese intento. En efecto, nadie puede asegurar que el 1 de enero de 1999 comenzará la unión monetaria europea (UME), y mucho menos qué países formarán parte de la misma y si el nuestro será uno de ellos. Estas interrogantes van a desempeñar un papel crucial en el comportamiento de los distintos mercados y en las incidencias que ese comportamiento tendrá durante los próximos meses sobre todos los que, de una u otra forma, estamos en estrecho contacto con ellos. Por tanto, resulta imprescindible comenzar intentando sentar unas hipótesis medianamente razonables sobre ese dilema.

Tal empeño constituirá la parte inicial de mi intervención, que irá seguida por una breve exposición relativa a los tres grandes condicionantes de esos mercados: la propia UME, la continua innovación tecnológica y, en menor medida, la implantación de la Directiva Europea de Servicios de Inversión y sus dos consecuencias más generales para los mercados. A continuación, intentaré hacer un análisis por mercados de los efectos derivados de la implantación de la UME, para seguir con unos pronósticos, más pegados al día a día, de cuáles podrían ser los resultados concretos para nuestros mercados de la entrada, o no, de España en la UME. En una última parte, dedicada a conclusiones, me atreveré a resumir los rasgos básicos de mi análisis. Y, sin más preámbulos, paso a comentar el primero de los apartados enunciados.

II. LAS INCERTIDUMBRES QUE RODEAN A LA UME

Lo primero que conviene tener muy presente en un examen de las repercusiones de la UME sobre los mercados financieros es que no puede asegurarse que haya, a primeros de 1999, tal Unión. Aun cuando cada día que pasa parecen confirmarse las posibilidades de que así será, no cabe descartar, al menos en un plano teórico, la hipótesis contraria.

En efecto, la combinación de una nueva fase de estancamiento económico, de políticas macroeconómicas equivocadas y de oposición política puede dar al traste con el inicio de la UME en la fecha inicialmente prevista. Ello supondría un aplazamiento mínimo de dos años y un abanico de consecuencias adversas, de las cuales las más trascendentes me parece que serían las cuatro siguientes:

- Un claro debilitamiento del proyecto político de integración europea.
- Se pondría en duda la consecución del mercado único europeo.
- Es muy posible que el alejamiento del horizonte de entrada en vigor de la UME lleve a algunos países a relajar sus actuales políticas de estabilidad económica y rigor presupuestario.
- Se originarían fuertes tensiones en los mercados financieros.

Esperemos, sin embargo, que esa combinación de circunstancias no se produzca y la UME pueda comenzar, como está previsto, a principios de 1999. Para ello, se requiere, en mi opinión, el cumplimiento de dos condiciones: la consolidación de la fase de recuperación económica que parece haberse iniciado en Europa y la continuidad de las políticas de control del déficit presupuestario y del crecimiento de la deuda pública en circulación, por un lado; y por otro, la cristalización de acuerdos, tanto políticos como económicos, razonables entre Alemania y Francia como eje indiscutible del proyecto en sí. Ahora bien, la UME puede iniciar su andadura en tres situaciones muy diferentes; dicho de otra forma: puede estar constituida inicialmente por un núcleo muy reducido de países, por un grupo muy amplio o por el número que los mercados juzguen probablemente adecuado. Tal y como se ha intentado resumir en el cuadro número 1, las consecuencias serán muy diversas.

CUADRO NÚM. 1
LA UME COMIENZA EN 1999

1) Con muy pocos países, por aplicación estricta de los criterios de convergencia

Consecuencias:

— Reforzamiento de las tesis en favor del retraso.
— Aumentan las posibilidades de que la UME no entre en vigor nunca.

2) Con muchos países, por interpretación laxa de los criterios de convergencia

Consecuencias:

— Se cuestiona la UME como marco de estabilidad económica.
— Inestabilidad cambiaria y movimientos de capitales.
— Subida de los tipos de interés.

3) Con el número adecuado de países, por tener éxito los programas de estabilidad emprendidos

Consecuencias:

— La UME favorece la unión política.
— Se potencia el papel de Europa en el sistema monetario internacional.
— Se eliminan riesgos de cambio y se reducen costes de transacción.
— Se refuerza la estabilidad económica y se reducen la inflación y los tipos de interés.

III. CONDICIONANTES E IMPLICACIONES GENERALES DE LA UME SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y BURSÁTILES

El proyecto de unión monetaria europea supone, entre otras cosas, la eliminación del riesgo de cambio entre las monedas que entren a formar parte del euro, la implantación e instrumentación de una política monetaria única, la entrada en funcionamiento de un sistema de pagos basado en la liquidación por brutos en tiempo real, la aparición de un tipo de interés único a corto plazo, la paulatina pérdida de importancia de los mercados de deuda pública y la transformación de otros como los de renta fija privada o productos derivados; en resumen, la cristalización de un auténtico mercado único de servicios financieros. Ese mercado único supondrá una mayor competencia financiera y bursátil, lo cual originará también, quiéranlo o no los respectivos gobiernos, una imparable tendencia a la baja en la fiscalidad que grava tanto las rentas de capital como la tributación directa e indirecta de las operaciones financieras.

Esas modificaciones se producirán sobre el terreno abonado por la implantación, en cada uno de los quince países miembros de la Unión Europea, de la Directiva de Servicios de Inversión. Esta norma, cuya transposición a la legislación doméstica española está todavía pendiente, implica, como es bien sabido, básicamente, cuatro consecuencias: que las empresas de inversión estarán, al igual que las entidades bancarias, regidas por el «pasaporte europeo»; que existirá libertad de establecimiento y de prestación de servicios en todo el territorio de la Unión Europea; que se abrirá el hasta ahora estrechamente regulado acceso directo a los mercados bursátiles, y, por último, que aun cuando se mantendrá el principio de concentración de la negociación en los mercados de valores oficiales domésticos, dicho principio tendrá importantes excepciones que, sin duda, originarán una deslocalización creciente de la actividad.

Pero por si ello fuera poco, no es posible olvidar que la innovación tecnológica continuará ahondando dos fenómenos ya en marcha: por un lado, una mayor competencia entre mercados gracias a las facilidades de acceso remoto a los mismos y de erosión de las actuales barreras geográficas; por otro, una mejora en los sistemas de registro de valores, así como en los de compensación y liquidación de éstos, lo cual facilitará el que se atraiga negocio de valores de otros mercados a aquellos que resulten más eficientes.

Moneda única, armonización legal y continua innovación tecnológica serán, pues, las tres fuerzas motrices de las mutaciones que los mercados financieros europeos experimentarán durante el cambio de milenio. Ahora bien, antes de intentar adivinar cuáles pueden ser esos cambios, resulta útil hacer unas reflexiones de carácter general aplicables, si no a todos, al menos a varios de los mercados que

a continuación se analizarán. La primera de esas consideraciones generales parte de un hecho muy simple: como las divisas de aquellos países que se integren en el euro desaparecerán, los mercados cuya existencia se basa en ellas cambiarán radicalmente o, simplemente, dejarán de existir. Ello es especialmente claro en el caso de instrumentos ligados a los tipos de interés —los de renta fija y los de productos derivados—, que serán los primeros en verse afectados por la instauración de la moneda única. Los diferenciales de interés entre los países fundadores de la UME se basarán en el futuro, esencialmente, en la calidad del crédito de los emisores, en las políticas presupuestarias de los Estados y en sus sistemas fiscales, así como en la liquidez proporcionada por cada mercado. Habida cuenta de los procesos de convergencia que la UME implica, es claro que los diferenciales de tipos de interés entre esos países, y especialmente entre sus instrumentos de deuda pública, tenderán, por tanto, a ser muy reducidos.

La siguiente cuestión se refiere a la posible desaparición de esos mercados de renta fija y productos derivados, entendiendo por desaparición la posibilidad de que persistan mercados nacionales o, por el contrario, de que aparezca un mercado europeo centralizado. Por un lado, en la medida que sigan existiendo emisores nacionales y diferencias, aunque mínimas, en su solvencia y en las estructuras tanto de negociación como de liquidación propias, mi opinión es que, a corto plazo, la actual localización de esos mercados no se verá afectada por el proceso de unificación monetaria. Pero ello no debe hacer olvidar que está en marcha desde hace tiempo un proceso de armonización de las principales piezas de los mercados financieros europeos y que, poco a poco, van desapareciendo barreras institucionales, de tal forma que los mercados se verán forzados a reorganizarse de manera que sobrevivirán tan sólo aquellos que ofrezcan los menores costes, la organización más eficiente y los servicios más amplios y rápidos.

IV. ANÁLISIS DETALLADO POR MERCADOS

Una vez expuestas, siquiera brevemente, las consideraciones generales antes descritas, es el momento de pasar a analizar, mercado a mercado, los efectos previsibles de esos tres fenómenos, distinguiendo, en la medida de lo posible, las consecuencias que se producirán antes y después del comienzo de la UME. Pero, en todo caso, conviene tener muy presente que la resultante final será, inexorablemente, una fortísima intensificación de la competencia tanto en el conjunto de las plazas y entidades europeas como entre los mercados financieros y bursátiles dentro de cada país, de tal forma que los más eficientes y competitivos incrementarán su cuota de mercado a costa de los menos eficientes. ¿Qué se quiere decir con esto? Pues, sencillamente, que la capacidad de los mercados para abaratar sus costes, para mejorar la calidad de su organización y la de los servicios ofrecidos tanto por ellos como por sus miembros, será fundamental en ese proceso de reasignación de la actividad entre los mercados europeos.

En los cuadros núms. 2 a 5, se han resumido las consecuencias más notables que la implantación de la UME tendrá sobre los cinco grandes mercados financieros y de valores, a saber: los monetarios, de divisas y renta fija, los bursátiles de renta variable y, por último, los de productos derivados. Parece evidente que los rasgos en ellos señalados se comentan por sí solos, y no precisan aclaración adicional alguna.

V. LOS CRITERIOS NOMINALES DE CONVERGENCIA Y LOS MERCADOS ESPAÑOLES

A comienzos de noviembre de 1996, y en plena discusión parlamentaria del proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1997, la gran

CUADRO NÚM. 2
MERCADOS MONETARIOS

1. A partir de 1999, la política monetaria de los países de la UME será responsabilidad del SEBC, y se ejecutará en euros.
2. Inicialmente, será descentralizada, evolucionando hacia una mayor centralización.
3. Convergencia de los tipos de interés a corto hacia los existentes en Alemania.
4. Especial relevancia del sistema *Target* y dudas sobre las condiciones de acceso a éste de las entidades bancarias de los países «fuera».
5. Necesidad de que la ejecución de la política monetaria del SEBC sea neutral.
6. *Target* acelerará la interconexión y favorecerá la integración de los mercados monetarios en euros.
7. Habrá una mayor competencia entre mercados y una redistribución de actividades en favor de los mercados de los grandes países miembros.

CUADRO NÚM. 3

MERCADOS DE DIVISAS Y RENTA FIJA

I. Período anterior al comienzo de la UME

A) *Divisas:*

- Aumento de la volatilidad como consecuencia del intento de aprovechar diferenciales existentes.
- Posibles movimientos de capitales por preferencias en favor de otras monedas.
- Fuertes presiones sobre los países «fuera».

B) *Renta fija:*

- Mayor volatilidad y, quizá, elevación de tipos de interés.
- Movimientos de capitales en favor de mercados con rentabilidades más altas.
- Elevación de tipos de interés en países «fuera», y pérdida de importancia de sus mercados.

II. La UME comienza a funcionar

A) *Divisas:*

- El euro se convierte en moneda de reserva, alternativa al dólar, y podría «sufrir» una fuerte apreciación.
- Sin riesgo de cambio, los mercados serán más eficientes y líquidos.
- Las presiones sobre las monedas de los países «fuera» provocarán su marginación en los mercados de divisas.

B) *Renta fija:*

- La estructura de la curva de rentabilidades mostrará un pequeño diferencial (unos 15 p.b. en el año) respecto a la actual del DM, que se iría reduciendo hasta desaparecer en el largo plazo (diez años o más).
- Paulatina pérdida de importancia de los mercados de deuda pública, compatible con un aumento de su liquidez.
- Disminución de las posibilidades de especulación y diversificación de riesgos.
- Cambios de los criterios de composición de la cartera de inversores institucionales:
  - — Drástica reducción de los criterios de diversificación por monedas.
  - — Mayor importancia de los activos en eurobonos.
  - — Realce de la renta variable como grupo de activos.
- Refuerzo de la importancia de la inversión institucional.

incógnita es si España estará presente en los inicios de la UME. Y aun cuando no es éste el propósito de este artículo, se me permitirá expresar en él algunas opiniones al respecto.

Creo que será difícil terminar 1997 con un déficit conjunto de las administraciones públicas equivalente al 3 por 100 del PIB de ese año, y tampoco es seguro que nuestra deuda pública en circulación haya disminuido, siquiera mínimamente, respecto al porcentaje del PIB alcanzado a finales del presente ejercicio, que supera ya el nivel fijado en los criterios de convergencia de Maastricht. Mayores posibilidades hay que cumplir con el criterio de inflación, si bien deberán realizarse grandes esfuerzos para alcanzar una media anual inferior al 2,5 por 100, pues resulta seguro que los tres países más estables no superarán el 1 por 100. La situación de nuestra divisa es tranquilizadora; no en balde desde marzo de 1995 se ha mantenido dentro de una banda de fluctuación respecto al DM inferior al 6 por 100. Ello ha sido posible gracias a su fortaleza básica, a una política monetaria creíble y a unas intervenciones del Banco de España en el mercado de cambios discretas y eficaces.

Teniendo presente estas consideraciones, el siguiente paso consiste en analizar qué nivel de rentabilidades podríamos esperar tanto en el caso que España ingresara en la UME en enero de 1999 como en la hipótesis de quedar fuera de ella. Comencemos por la primera posibilidad.

Un dato de partida esencial es a qué tipo de cambio se efectuará la conversión de la peseta con el euro. Como es bien sabido, ésta es una cuestión teñida de importantes consideraciones políticas y comerciales, y que suele dar lugar a duras negociaciones multilaterales entre las partes interesadas. Normalmente, el tipo fijado suele estar en torno al promedio del tipo registrado en los mercados de cambio durante el período precedente acordado. Suponiendo que la política de estabilidad defendida por el gobierno en sus presupuestos y por el Banco de España en su política monetaria se mantiene a lo largo del año próximo, no deben esperarse fluctuaciones muy señaladas del tipo de cambio peseta/marco, salvo que acontecimientos internacionales afectasen a la estabilidad del dólar. En tal caso, creo que un pronóstico razonable es que no cabe hacerse ilusiones respecto a un tipo de cambio muy diferente de 86/86,5 ptas/DM. Con ese tipo de cam-

CUADRO NÚM. 4

MERCADOS BURSÁTILES

I. Cuatro rasgos de la futura evolución de las bolsas en todo el mundo

A) La inversión institucional continuará concentrando la mayor parte de la negociación bursátil.
B) Seguirán aumentando los volúmenes negociados.
C) Continuará la expansión de los mercados de productos derivados.
D) La evolución futura de las bolsas dependerá de la tecnología utilizada y de cómo se satisfagan las demandas de sus usuarios.

II. Las piezas básicas del futuro mercado europeo

A) *Negociación:* Resolver las tensiones entre la concentración —que favorece la transparencia, los mejores precios para el inversor al por menor, y generalmente la liquidez— y la fragmentación —apoyada por la DSI y por los grandes inversores y posibilitada por las mejoras tecnológicas—, que en ciertos casos facilita la contratación y reduce costes.
B) *Acceso remoto:* Iniciado ya en algunas bolsas, cuenta con el respaldo legal de la DSI. Facilitará la reducción de costes y el aumento de los flujos de información.
C) *Sistemas de cotización:* Cuestión íntimamente ligada a la forma de negociar. Necesidad de respetar las variedades existentes sin imponer ninguna de ellas. Conveniencia de que las bolsas oficiales mejoren sus infraestructuras y costes para competir con las empresas que ofrecen directamente servicios a los inversores.
D) *Desintermediación:* En los próximos años será creciente, e impulsada por los inversores institucionales, buscando reducir sus costes.

III. Moneda única y concentración de la negociación

A) Al desaparecer los riesgos de cambio y los costes de transacción, las economías de escala acabarán con las barreras que favorecían la fragmentación de la contratación en distintos mercados nacionales.
B) Se reforzarán las tendencias en favor de la concentración de la negociación en los grandes mercados, capaces de ofrecer más liquidez.
C) Algunas bolsas desaparecerán, otras tendrán que fusionarse, mientras que las más poderosas potenciarán aún más sus actuales posiciones.

bio, y España en la UME, lo cual implica convergencia en los tipos de interés y estabilidad en nuestra divisa, el impacto en los mercados sería muy apreciable, y el único factor diferencial sería el puro riesgo país. Aceptando que Alemania mantiene su actual calificación de triple A, no es descabellado apostar que España sería un doble A. En tal caso, el diferencial entre un euro-Bund y un euro-Bono, actualmente cifrado en torno a 160 p.b., podría reducirse quizá a 20 o, como mucho, 15 p.b. En términos de precio, ello podría equivaler a una ganancia en torno a los 12 a 14 p.b.

En esa situación, podría plantearse un dilema curioso, a saber: la posibilidad de que España estuviese desde el principio en la UME y de que la peseta experimentase una depreciación mínima respecto a los niveles promedios durante los dos últimos años, por ejemplo, propiciaría, sin duda, una presión compradora de nuestras emisiones, habida cuenta de su alta rentabilidad en comparación con las de otros candidatos a la UME. Ello provocaría, a su vez, una presión revaluatoria sobre nuestra divisa que, creo, no nos favorecería nada. Episodios como éste se han vivido en los mercados de deuda hace poco tiempo.

Pero ¿qué sucedería en el caso de que España no entrase en la UME en sus inicios? Es indudable que, para empezar, ese fracaso tendría repercusiones sobre la peseta y sobre el mercado de deuda; el problema, no obstante, es cuantificar la importancia de esas repercusiones, que no serían las mismas si la magnitud de la desviación del objetivo del déficit presupuestario respecto al 3 por 100 es reducida y si la inflación está prácticamente controlada, lo cual equivaldría a confiar en que nuestro país ingresara en la UME en el año 2001. Existe otro factor de máxima trascendencia, a saber: las reglas de funcionamiento del mecanismo de cambios que ligaría a las divisas de los países «fuera» con el euro. Pero suponiendo que todo ello no dé lugar a grandes volatilidades en los mercados de cambios, los diferenciales de la peseta y la deuda española no serían excesivamente amplios (por ejemplo, alrededor de un punto respecto al Bund a diez años). Ahora bien, en caso de que nuestro fracaso en incorporarnos a la UME se debiese a la existencia de fuertes desviaciones en la convergencia presupuestaria o a la incapacidad de reducir la deuda en circulación o contener la inflación, no debería caber la menor duda de que los diferenciales se irían por encima de

CUADRO NÚM. 5

MERCADOS DE PRODUCTOS DERIVADOS

I. Supuestos básicos

- Aparición del euro y eliminación del riesgo de cambio.
- Convergencia de las primas de riesgo.
- Reducción de las fluctuaciones en los tipos de interés.
- Aparición de una curva de tipos de interés única.
- Incertidumbre respecto a monedas de los países «fuera».
- Mejores perspectivas para los mercados más «internacionales».

II. Contratos negociados

A) *Tipos de interés:*

- Paulatina implantación de dos tipos de contratos: uno para el euromercado monetario y otro para el eurobono a largo plazo.
- El problema de los contratos en mercados de países «fuera».

B) *Divisas:*

- Simplificación del actual abanico e impulso a los contratos basados en la relación del euro con el dólar, el yen y el FS.
- De nuevo el problema de los países «fuera».

C) *Índices y valores bursátiles:*

- Continuarán los contratos basados en índices y valores bursátiles concretos, cotizados en las grandes bolsas nacionales.
- Aparecerán contratos sobre nuevos índices y sobre nuevos mercados o sectores de éstos.

III. Mercados

- Fuerte competencia por la liquidez.
- Probable concentración en unos escasos mercados.
- Necesidad para los de tamaño mediano de reforzar su especialización y mantener conexión con los grandes, llegando a acuerdos que propicien la especialización de productos.

los dos puntos y medio, y que factores como el riesgo-país y los diferentes plazos en la curva de rentabilidades acentuarían su importancia combinada.

VI. CONCLUSIONES

El establecimiento de una unión monetaria entre un grupo más o menos reducido de países europeos es un acontecimiento de consecuencias trascendentales para los mercados financieros y de valores de esos países, pero también para los de aquellos que no accedan inicialmente a la unión y, por descontado, para los de los que no formarán parte de ella, como pueden ser Suiza y, en menor medida, Estados Unidos y Japón.

Los efectos de contar con una moneda única, con un banco central europeo, con una política monetaria coordinada, con un sistema de pagos en tiempo real y por importes brutos, entre otros cambios, modificarán radicalmente las estructuras y las normas de funcionamiento de los mercados. Además, esos efectos se magnificarán por cuanto se apoyan en bases ya existentes, como pueden ser la Directiva de Servicios de Inversión y los resultados de la aplicación de una tecnología constantemente renovada.

Pero antes de que la UME comience su andadura, los mercados experimentarán una fase de incertidumbre ligada no sólo a la constitución en sí de la unión, sino también al número de países que la formarán y al complejo de reglas que ligarán las monedas de los países que queden fuera con el euro, y al calendario establecido para futuras incorporaciones.

Una primera conclusión es que, con la desaparición de las monedas integradas en el euro, los mercados cuya existencia esté basada en ellas cambiarán radicalmente o, a largo plazo, reducirán espectacularmente su actividad. Éste es el caso de los instrumentos ligados a los tipos de interés, ya sean renta fija o productos derivados. Como los diferenciales entre tipos de interés entre los países de la UME se basarán, sobre todo, en la calidad del crédito de los emisores, en la liquidez de sus mercados y en los regímenes fiscales, se producirá un

proceso de convergencia, especialmente evidente en los mercados de deuda.

Los mercados monetarios, por un lado, y los bursátiles de renta variable, por otro, serán ejemplos claros de la doble tendencia a la deslocalización y a la concentración en grandes centros de negociación que, asegurando una fuerte liquidez, proporcionen costes muy reducidos y servicios eficientes, tanto por parte del propio mercado como de sus intermediarios, a los inversores.

Sobre este telón de fondo, era obligado pronunciarse respecto a la situación de nuestros mercados en el contexto de las actuales políticas de estabilidad en los campos fiscal y monetario. Es posible mantener una actitud optimista sobre las posibilidades que España tiene de acceder a la UME a comienzos de 1999, pero tampoco cabe negar los sacrificios que ello implica ni, mucho menos, rechazar la hipótesis según la cual nuestro país habrá de esperar a un segundo turno para entrar. Es claro que en este último supuesto la peseta sufrirá presiones, y que los diferenciales de la deuda pública respecto a los tipos de la deuda alemana en euros se ampliarán. Con todo, la amplitud de ese margen dependerá, en gran medida, de las expectativas que los mercados se forjen sobre si España estará lista para ingresar en el año 2001, y en las reglas establecidas para mantener la relación entre el euro y las divisas de esos países.

Nuestros mercados financieros y de valores tienen un tamaño medio, unas estructuras generalmente eficientes y unos costes que, aun cuando podrían afinarse más, les hacen resultar competitivos. Ello no es óbice para reconocer que deben emprenderse nuevos esfuerzos para simplificar esas estructuras, para aliviar un cierto lastre burocrático, para deshacernos de algunas exigencias inexistentes en otros mercados. En una palabra, estamos obligados a consolidar nuestras ventajas y reforzar nuestra eficiencia para poder seguir compitiendo en un marco constituido por mercados e instituciones extraordinariamente competitivos.

LOS PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA 1997

José Barea Tejeiro

I. LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA ESPAÑOLA EN EL PLAN DE CONVERGENCIA

En 1989, el *Informe Delors* decía que «unas políticas presupuestarias nacionales descoordinadas y divergentes socavarían la estabilidad monetaria y engendrarían desequilibrios de los sectores financieros y reales de la Comunidad».

El Tratado de Maastricht siguió las recomendaciones del *Informe Delors,* estableciendo dos principios de disciplina fiscal, que son expresión de la voluntad de conseguir la convergencia a través de la política presupuestaria y que además condicionan la mayor parte de los restantes indicadores: el déficit público y el nivel de deuda pública.

El artículo 104 C del Tratado de la Unión establece que los estados miembros evitarán déficit públicos excesivos, y que la Comisión examinará la observancia de la disciplina presupuestaria atendiendo a los dos criterios siguientes:

a) si la proporción entre el déficit público y el producto interior bruto sobrepasa un valor de referencia, fijado por el protocolo sobre déficit excesivo en el 3 por 100;

b) si la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto rebasa un valor de referencia, fijado por el citado protocolo en el 60 por 100 del producto interior bruto.

Para dar cumplimiento a lo establecido en el Tratado de Maastricht, el gobierno aprobó el 27 de marzo de 1992 el Programa de Convergencia y, tras la discusión parlamentaria, lo presentó a la Comisión Europea, siendo aprobado por el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas el 9 de junio de 1992 (cuadro núm. 1).

Este Programa nació desfasado de la realidad económica española, convirtiéndose en papel mojado no apto para ser un instrumento que encauzase la política presupuestaria española. En 1993, el déficit previsto era del 3,5 por 100 del PIB, la realidad es que fue del 7,3 por 100 (cuadro núm. 2).

Ello dio lugar a que el gobierno efectuara una actualización del Plan de Convergencia en julio de 1994 que, una vez aprobado por la Comisión Europea, fijó la senda del déficit para el conjunto de las administraciones públicas en la forma siguiente:

Año	*Porcentaje del PIB*
1994	6,7
1995	5,9
1996	4,4
1997	3

Puede observarse que, para conseguir la convergencia, dos tercios del esfuerzo a realizar se concentraron en el bienio 1996-1997 (cuadro núm. 3).

Formalmente, España cumplió en 1994 y 1995 los déficit señalados para dichos años en el Programa de Convergencia Actualizado. Decimos formalmente porque desde 1990 los Informes del Tribunal de Cuentas venían poniendo de manifiesto el incumplimiento por el gobierno del principio de devengo al trasvasar gastos de un año a otro, transgrediendo así el principio de imputación temporal de la transacción.

El cambio del gobierno en 1996 ha puesto de manifiesto que en 31 de diciembre de 1995 existían gastos realizados y no contabilizados por un importe de 721,2 miles de millones de pesetas, que han sido imputados al año 1995 tanto por lo dispuesto en el Plan General de Contabilidad Pública aprobado por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 6 de mayo de 1994, que establece el principio de devengo como base para contabilizar las transacciones públicas, exista o no crédito presupuestario, como por el sistema de cuentas económicas integradas (SEC), que establece igualmente el principio del devengo para contabilizar las operaciones realizadas por los agentes económicos.

Esto ha hecho elevar el déficit de 1995 de las administraciones públicas en 547,8 miles de millones de pesetas, 0,7 puntos de PIB, situándolo en el 6,6 por 100 del PIB.

CUADRO NÚM. 1

PROGRAMA DE CONVERGENCIA. DÉFICIT PÚBLICO

Año	En miles de millones	En porcentaje PIB
1992	– 2.372	– 4
1993	– 2.253	– 3,5
1994	– 1.845	– 2,7
1995	– 1.320	– 1,8
1996	– 793	– 1

CUADRO NÚM. 2

REALIZACIÓN DE LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA

	Déficit	Desviación	
Año	En porcentaje PIB	En punto	En porcentaje
1992	– 4,5	0,5	12,5
1993	– 7,3	3,8	108,6
1994	– 6,7	4	148,1

CUADRO NÚM. 3

PROGRAMA DE CONVERGENCIA ACTUALIZADO

	Déficit		
Año	En porcentaje PIB	Administración pública central	Administración pública territorial
1994	– 6,7	– 5,7	– 1
1995	– 5,9	– 5,1	– 0,8
1996	– 4,4	– 3,8	– 0,6
1997	– 3	– 2,7	– 0,3

Por lo que acabamos de exponer, el esfuerzo de convergencia del Estado para el bienio 1996-1997 pasa a ser de 2,7 puntos de PIB, en lugar de los dos puntos previstos en el Programa de Convergencia, como se desprende del cuadro núm. 4.

En el conjunto del bienio 1996-1997, el esfuerzo de convergencia ha sido realizado en el gasto público, que pasa del 25,47 por 100 del PIB en 1995 al 22,85 por 100 en 1997, con reducción de 2,62 puntos de PIB, prácticamente los 2,7 puntos en que el déficit tenía que ser reducido.

El cuadro núm. 5 detalla la liquidación de los gastos del Estado en 1995, así como la previsión presupuestaria para 1997; los gastos de los Ministerios aparecen clasificados en cinco grandes grupos.

Los gastos no clasificados comprenden los intereses de la deuda, las participaciones en ingresos de los entes territoriales y las participaciones en ingresos de la Comunidad Europea; sobre ellos, el gobierno no puede efectuar ajuste alguno. Tales gastos, que en 1995 representaban el 9,9 por 100 del PIB, en 1997 se estima que supondrán el 10,5 por 100, con ganancia de 0,6 puntos del PIB en el bienio, y un crecimiento del 20,1 por 100.

Los restantes grupos de gasto experimentan reducciones tanto en relación con el PIB como en términos absolutos; sin tales ajustes, no hubiera sido posible alcanzar el criterio de convergencia de déficit público.

Los gastos sociales experimentan durante el bienio, en conjunto, una disminución de su participación en el PIB de 1,3 puntos, con un decrecimiento del 3,2 por 100. El Ministerio de Educación y Cultura es el que soporta el ajuste de este grupo de gasto; las diferencias en los Ministerios de Trabajo y Asuntos Sociales y Sanidad quedan casi totalmente compensadas entre sí, y se deben a una clarificación de las fuentes de financiación de las prestaciones contributivas y no contributivas.

Los servicios de Administración General han perdido 0,7 puntos de participación en el PIB, pasando de representar el 3,6 por 100 en 1995 al 2,9 en 1997, con una tasa de disminución en el período del 6,4 por 100.

Por último, el grupo de gastos económicos experimenta una caída en su participación en el PIB de 1,2 puntos; en 1995, absorbía el 2,9 por 100 del PIB; en 1997, dicho porcentaje se reduce al 1,7 por 100, lo que representa una tasa de decrecimiento en el período del 34 por 100.

El total del gasto sólo aumenta en el bienio 1996-1997 el 1,8 por 100.

CUADRO NÚM. 4

ESFUERZO DE CONVERGENCIA DEL ESTADO. 1996-1997

	1995 (liquidación)	Porcentaje s/PIB	1997 (previsión)	Porcentaje s/PIB
Derechos reconocidos	14.472,3	20,74	16.525,8	20,87
Obligaciones reconocidas	17.771,9	25,47	18.099,2 (1)	22,85
Déficit presupuestario	– 3.298,7	– 4,73	– 1.573,4	– 1,98
Ajustes	– 329,8	– 0,47	– 406,6	– 0,51
Déficit contabilidad nacional	– 3.628,5	– 5,20	– 1.980	– 2,50

(1) Créditos presupuestarios.

CUADRO NÚM. 5

SUBSECTOR ESTADO. OBLIGACIONES RECONOCIDAS
(En millones de pesetas)

Grupos de gasto	*Liquidación 1995 (*) (1)*	*Porcentaje s/ PIB*	*Presupuesto 1997 (2)*	*Porcentaje s/ PIB*	*Diferencia (2-1)*	*% ▲ (2/1)*
Gastos no clasificados	*6.939.766*	*9,9*	*8.331.978*	*10,5*	*1.392.212*	*20,1*
Deuda pública	2.914.724		3.459.283		544.559	18,7
Entes territoriales	3.151.786		3.801.971		650.185	20,0
Fondo de compensación interterritorial	118.047		133.245		15.198	12,9
Relaciones con las CC.EE	755.209		937.479		182.270	24,1
Gastos sociales	*6.292.253*	*9,0*	*6.089.614*	*7,7*	*– 202.639*	*– 3,2*
Ministerio de Educación y Cultura	1.276.703		1.069.423		– 207.280	– 16,2
Ministerio de Educación y Ciencia	1.210.006					
Ministerio de Cultura	66.697					
Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales	1.558.316		808.482		– 749.834	– 48,1
Ministerio de Trabajo	1.506.741					
Ministerio de Asuntos Sociales	51.575					
Ministerio de Sanidad y Consumo	2.619.599		3.302.288		682.689	26,0
Clases pasivas	837.635		909.421		71.786	8,5
Gastos de Administración General	*2.477.699*	*3,6*	*2.318.294*	*2,9*	*– 159.405*	*– 6,4*
Órganos constitucionales	28.296		31.677		3.381	11,9
Ministerio de Asuntos Exteriores	126.488		118.243		– 8.245	– 6,5
Ministerio de Justicia e Interior	859.754		776.984		– 82.770	– 9,6
Ministerio de Justicia			154.770			
Ministerio del Interior			622.214			
Ministerio de Defensa	907.206		869.607		– 37.599	– 4,1
Ministerio de Economía y Hacienda	276.389		240.717		– 35.672	– 12,9
Ministerio para las Administraciones Públicas	30.460		29.835		– 625	– 2,0
Ministerio de la Presidencia	51.964		34.949		– 17.015	– 32,7
Gastos de diversos Ministerios	197.142		216.282		19.140	9,7
Gastos económicos	*2.061.274*	*2,9*	*1.359.360*	*1,7*	*– 701.914*	*– 34,0*
Ministerio de Fomento y Medio Ambiente	1.564.584		1.066.831		– 497.753	– 31,8
Ministerio de Fomento			867.870			
Ministerio del Medio Ambiente			198.961			
Ministerio de Industria y Energía	195.365		106.166		– 89.199	– 45,6
Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación	301.325		186.363		– 114.962	– 38,1
Total general	17.770.992	25,4	18.099.246	22,8	328.254	1,8

(*) Incluye repercusión del Real Decreto-Ley 21/1996, de 26 de julio, por 547.800 millones de pesetas.

En el difícil camino de la convergencia, el nuevo gobierno se encontró con un Presupuesto en marcha que era el Presupuesto prorrogado de 1995 adaptado a 1996 por las modificaciones aprobadas por los Decretos-Leyes de 28 de diciembre de 1995, núm. 12/1995, y de 19 de enero de 1996, número 1/1996, y por el ajuste técnico del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de diciembre de 1995 declarando no disponibles créditos por un importe de 850.810 millones de pesetas, acciones que configuraron para 1996 un Presupuesto prácticamente equivalente al que el gobierno había presentado en septiembre de 1995 a las Cortes, pero con un entorno económico totalmente diferente. En efecto, el Presupuesto presentado por el gobierno se insertaba en un crecimiento de la economía del 3,4 por 100 del PIB, con un deflactor del 3,8 por 100, cuando la realidad es que para el citado año se estima un crecimiento máximo del 2,3 por 100 en términos reales, con un deflactor del PIB del 3,6 por 100.

Tal cambio de escenario llevó al gobierno a adoptar en mayo de 1996 un Acuerdo de no disponibilidad de créditos por un importe de 200.000 millones de pesetas, con objeto de restringir la capacidad de gasto derivada del Presupuesto prorrogado y adaptar, en la medida de lo posible, la política presupuestaria a la senda de convergencia.

II. ESTRATEGIA DE ESTABILIDAD Y CONVERGENCIA DEL NUEVO GOBIERNO

El nuevo gobierno ha implantado una nueva estrategia de estabilidad y convergencia que rompe con el modelo presupuestario que ha dominado

desde 1975 hasta 1995, con los rasgos que se han expuesto en las páginas anteriores.

En efecto, seis reformas de carácter estructural han sido puestas en marcha:

• La creación, por Real Decreto 838/1996, de 10 de mayo, de la Oficina del Presupuesto, dependiente directamente del Presidente del Gobierno, con las funciones de asistir a éste en la formulación de la política presupuestaria, así como en el seguimiento de los presupuestos generales.

Se hace así realidad una de las propuestas de la doctrina para lograr la reducción del déficit público, situando las decisiones presupuestarias al máximo nivel del gobierno.

• La constitución de una Comisión para la elaboración de una nueva Ley General Presupuestaria, acorde con el nuevo entorno de estabilidad económica, en el que la política presupuestaria ha de desarrollarse. Dado que dicha Ley no estará en vigor en el período de ejecución del Presupuesto, se han incorporado en el Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1997 normas que eviten la laxitud que ha venido imperando hasta ahora en la gestión presupuestaria, así como se ha remitido a las Cortes un Proyecto de ley de disciplina presupuestaria.

• La introducción de la corresponsabilidad fiscal en el nuevo sistema de financiación autonómica.

• La iniciación del desarrollo del Pacto de Toledo para que comience a surtir sus efectos, aunque sean mínimos, en el Presupuesto para 1997.

• Las medidas liberalizadoras en materia de suelo y de colegios profesionales (Real Decreto-Ley 5/1996, de 7 de junio).

• La aprobación de un plan de privatización de las empresas públicas (Acuerdo de Consejo de Ministros de junio 1996), desprendiéndose el Estado de la función de producir bienes y servicios de mercado, para lo que se encuentra mejor preparado el sector privado, y ello con tres finalidades:

— Ir reduciendo la aportación del Presupuesto del Estado a la cobertura de las pérdidas y a la financiación de las inversiones, de acuerdo con el marco regulador comunitario.

— Obtener recursos para amortizar deuda pública, colaborando a cumplir el criterio de Maastricht en cuanto al nivel de deuda pública.

— Asegurar un funcionamiento eficiente de las empresas para que puedan alcanzar el mayor nivel de productividad, integrando las empresas públicas en grupos empresariales más amplios, que aseguren su viabilidad futura en un mundo globalizado.

III. ANÁLISIS DEL PRESUPUESTO PARA 1997

La estrategia presupuestaria para 1997 se ha insertado en un marco de recuperación económica con estabilidad (crecimiento del PIB del 3 por 100 en términos reales, deflactor del PIB 2,9 por 100, el IPC diciembre/diciembre aumentará el 2,6 por 100 y el crecimiento del empleo se prevé en el 2 por 100).

Desde que el Tratado de la Unión Europea fijó el criterio de convergencia de déficit público en términos del sistema europeo de cuentas económicas integradas (SEC), la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado requiere un conocimiento profundo del marco conceptual de la contabilidad nacional del SEC (1). Esto se acentúa aún más para el año 1997, por ser el último del Programa de Convergencia, el que ha de servir de base para el examen de pase a la tercera fase de la unión monetaria, sin posibilidad de rectificación posterior y por haber definido claramente Eurostat en el transcurso de 1996 alguno de los criterios que deberían utilizarse para contabilizar determinadas operaciones, como las plusvalías ocasionadas en la enajenación de empresas públicas, cuya forma de contabilización tiene una gran repercusión en la cuantía del déficit público.

La contabilización de los ingresos y de los gastos, de acuerdo con los principios del SEC, es, por tanto, fundamental, debiendo destacarse por su importancia los siguientes:

• El de devengo puro, tanto para los ingresos como para los gastos.

• La consideración como ingresos financieros de los obtenidos por privatizaciones de empresas públicas, tanto los derivados de la cartera del Estado como de los procedentes de empresas controladas por *holding.*

• La consideración como transferencias de capital de las deudas asumidas de agentes no pertenecientes al sector administraciones públicas, ya que la operación supone una redistribución del ahorro del Estado. Sin embargo, hasta ahora Eurostat había admitido que se considerase como transferencias de capital no la totalidad de la deuda asumida, sino solamente la anualidad de amortización de dicha deuda en los años en que venzan. Éste ha sido, por tanto, el criterio tenido en cuenta para el Presupuesto de 1997.

La reducción del déficit del Estado al 2,5 por 100 del PIB en 1997 puede conseguirse a través de una triple alternativa: disminución del gasto, aumentando la presión fiscal o por una alternativa mixta: reducción del gasto y aumento de la presión fiscal.

En el Plan de Convergencia actualizado, aprobado por las Cortes y por la Comisión de la Comunidad Europea, se establecía que la senda de convergencia discurría a través de la reducción del

gasto público; la presión fiscal individual permanecería constante. Es esta alternativa la que ha seguido el gobierno en la elaboración del Presupuesto para 1997.

La metodología utilizada para cuantificar el Presupuesto del Estado para 1997 en términos de créditos correspondientes a operaciones no financieras ha sido la siguiente:

a) determinación de los ingresos no financieros en términos de derechos reconocidos, excluidos los ingresos procedentes de privatizaciones de empresas públicas;

b) determinación del déficit público para que no sobrepase el criterio de convergencia de déficit público del 2,5 por 100 del PIB;

c) límite máximo de gastos no financieros (presupuestarios y no presupuestarios) en términos de obligaciones reconocidas (a + b);

d) estimación de los gastos no financieros extrapresupuestarios que se corresponden con los ajustes que han de realizarse a consecuencia de que los criterios de contabilidad pública no coincidan, en determinadas operaciones, con los señalados por el SEC, que es el empleado por la Comunidad Europea para determinar la cuantía del déficit (intereses de la deuda y anualidades de amortización de las deudas asumidas);

e) estimación del techo de obligaciones presupuestarias reconocidas (c – d);

f) transformación en créditos presupuestarios del gasto presupuestario en términos de obligaciones reconocidas.

Aplicando esta metodología, el techo máximo de créditos presupuestarios no financieros resulta de 18.099,2 millones de pesetas, lo que supone que el Presupuesto para 1997 aumenta sobre el Presupuesto base de 1996 el 1,7 por 100, existiendo, por tanto, un margen presupuestario de 307,3 miles de millones de pesetas.

El Presupuesto base 1996 aparece calculado en la forma que recoge el cuadro núm. 6.

La opción política efectuada por el gobierno para distribuir el margen presupuestario aparece detallada en el cuadro núm. 7, y ha sido la siguiente:

• Los gastos no clasificados funcionalmente (intereses de la deuda pública, participaciones de los entes territoriales en ingresos del Estado, fondo de compensación interterritorial y relaciones financieras con la Comunidad Europea) experimentan un aumento de 477,1 miles de millones de pesetas, el 155,2 por 100 del margen presupuestario disponible. Es decir, que este grupo de gastos no sólo absorbe la totalidad del margen presupuestario, sino que lo sobrepasa en el 55,2 por 100.

Dado que tales gastos no pueden reducirse, ya que derivan de leyes, del Tratado de la Unión Europea y de la situación de los mercados financieros respecto a los intereses de la deuda pública, el gobierno ha efectuado el ajuste en los restantes grupos de gasto (ver cuadro núm. 8).

• Los gastos sociales (educación y cultura, trabajo y asuntos sociales, sanidad y clases pasivas) derivan en su casi totalidad de leyes que garantizan derechos subjetivos que sólo pueden ser reducidos modificando las leyes que los regulan. Dado que el gobierno ha efectuado la opción política de que dichos gastos no estuvieran sujetos a ajuste, las pensiones públicas se han revalorizado por el índice previsto de precios al consumo (2,6 por 100) y la sanidad tiene el mismo ritmo de crecimiento que el PIB nominal (6 por 100) en virtud del Acuerdo adoptado en su día por la Comisión de Política Fiscal y Financiera.

La clarificación de las fuentes de financiación de las prestaciones contributivas y no contributivas da lugar a un aumento de la aportación adicional del Estado al INSALUD que se compensa con una menor aportación del Estado al Ministerio de Trabajo y Seguridad Social para la financiación de los complementos de pensiones mínimas.

El resultado global ha sido que el conjunto de los gastos sociales sube 31,4 miles de millones de pesetas. Quedan, por tanto, exclusivamente los gastos de los servicios económicos y los de la Administración general para soportar el recorte de gastos de

CUADRO NÚM. 6

CÁLCULO DEL PRESUPUESTO BASE PARA 1996

	Miles de millones
1. Presupuesto inicial de 1995	17.326,7
2. Ajuste presupuesto prorrogado	– 10,1
3. Presupuesto prorrogado (1 + 2)	17.316,6
4. Real Decreto-ley 1/1996	798,1
5. Intereses de la deuda pública	477,9
6. Actualización pensiones clases pasivas	50,1
7. Acuerdo no disponibilidad de 28 de diciembre	– 850,8
8. Presupuesto base inicial (3 a 7)	17.791,9

CUADRO NÚM. 7

CONTRIBUCIÓN AL AUMENTO DEL GASTO
(En millones de pesetas)

Grupos de gasto	*Presupuesto base 1996 (1)*	*Presupuesto 1997 (2)*	*Diferencia (3) = (2 – 1)*	*Porcentaje ▲ (4) = (2/1)*	*Porcentaje total diferencia*
Gastos no clasificados	*7.854.897*	*8.331.978*	*477.081*	*6,1*	*155,2*
Deuda pública	3.398.564	3.459.283	60.719	1,8	
Entes territoriales	3.478.371	3.801.971	323.600	9,3	
Fondo de compensación interterritorial	128.845	133.245	4.400	3,4	
Relaciones con las CC.EE	849.117	937.479	88.362	10,4	
Gastos sociales	*6.058.262*	*6.089.614*	*31.352*	*0,5*	*10,2*
Ministerio de Educación y Cultura	1.096.933	1.069.423	– 27.510	– 2,5	
Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales	1.159.251	808.482	– 350.769	– 30,3	
Ministerio de Sanidad y Consumo	2.915.298	3.302.288	386.990	13,3	
Clases pasivas	886.780	909.421	22.641	2,6	
Gastos de Administración General	*2.351.414*	*2.318.294*	*– 33.120*	*– 1,4*	*– 10,8*
Órganos constitucionales	30.115	31.677	1.562	5,2	
Ministerio de Asuntos Exteriores	105.936	118.243	12.307	11,6	
Ministerio de Justicia	172.214	154.770	– 17.444	– 10,1	
Ministerio de Defensa	869.608	869.607	– 1	0,0	
Ministerio de Economía y Hacienda	247.929	240.717	– 7.212	– 2,9	
Ministerio del Interior	627.683	622.214	– 5.469	– 0,9	
Ministerio para las Administraciones Públicas	37.035	29.835	– 7.200	– 19,4	
Ministerio de la Presidencia	46.801	34.949	– 11.852	– 25,3	
Gastos de diversos Ministerios	214.093	216.282	2.189	1,0	
Gastos económicos	*1.527.327*	*1.349.360*	*– 167.967*	*– 11,0*	*– 54,6*
Ministerio de Fomento	973.341	867.870	– 105.471	– 10,8	
Ministerio de Industria y Energía	149.968	106.166	– 43.802	– 29,2	
Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación	138.720	186.363	47.643	34,3	
Ministerio del Medio Ambiente	265.298	198.961	– 66.337	– 25,0	
Total general	17.791.900	18.099.246	307.346	1,7	100,0

CUADRO NÚM. 8

CONTRIBUCIÓN AL AUMENTO DEL GASTO
(En millones de pesetas)

	Presupuesto base 1996	*Presupuesto 1997*	*Diferencia*	*Porcentaje ▲*	*Porcentaje total*
Gastos no clasificables	7.854.897	8.331.978	477.081	6,1	155,2
Gastos sociales	6.058.262	6.089.614	31.352	0,5	10,2
Gastos de Administración	2.351.414	2.318.294	– 33.120	– 1,4	– 10,8
General	1.527.327	1.359.360	– 167.967	– 11,0	– 54,6
Gastos económicos	—	—	—	—	—
Total general	17.791.900	18.099.246	307.346	1,7	100,0

201,1 miles de millones de pesetas necesarios para no sobrepasar el margen presupuestario de convergencia, que, como hemos dicho, asciende a 307,3 miles de millones de pesetas.

• Los servicios de Administración general (órganos constitucionales, asuntos exteriores, justicia, defensa, economía y hacienda, interior, administraciones públicas y presidencia del gobierno) han experimentado una baja con respecto al Presupuesto base de 1996 de 33,1 miles de millones de pesetas, el 1,4 por 100.

• Los gastos de los servicios económicos (fomento, industria y energía, agricultura y medio ambiente) han sido los que han soportado el mayor ajuste: 168 mil millones de pesetas (–11 por 100). Para compensar la baja de inversiones reales, que asciende a 146,6 miles de millones de pesetas, y que afecta principalmente a los servicios económi-

cos, el gobierno, en el Proyecto de Ley de medidas fiscales, administrativas y de orden social, arbitra los mecanismos adecuados para conseguir que a través de financiación privada la inversión en infraestructuras mantenga el nivel de ejercicios anteriores.

Es de resaltar que, por primera vez desde hace muchísimos años, los gastos de funcionamiento de los servicios del Estado experimentan una reducción con respecto a 1996, tanto en términos reales como monetarios.

El Presupuesto de ingresos no financieros experimenta para 1997 un crecimiento del 6 por 100, análogo al estimado para el PIB.

El Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas se estima crezca al 6,8 por 100 a consecuencia de la evolución favorable del empleo y del crecimiento de la remuneración de los asalariados, que da lugar a que, por lo general, este impuesto tenga una elasticidad superior a la unidad.

En el Impuesto sobre Sociedades se estima un aumento del 8,5 por 100. La recaudación de este impuesto va a estar influida por las modificaciones normativas de la Ley 43/1995 del Impuesto sobre Sociedades y de la modificación del régimen de pagos a cuenta.

Para el IVA se prevé un incremento del 8 por 100, consecuencia de un incremento del consumo real del 2,7 por 100 y del 13 por 100 en las importaciones. En los impuestos especiales, el crecimiento previsto es del 6,2 por 100, con evolución diferente en cada uno de los impuestos.

En los tres impuestos, IRPF, Sociedades e IVA, se prevén actuaciones específicas para combatir el fraude fiscal.

El conjunto de impuestos representa el 86 por 100 de los ingresos no financieros que se prevé recaudar.

Merece destacar el impulso dado al cobro de tasas y precios públicos por servicios divisibles prestados por la Administración.

El enorme esfuerzo realizado por el gobierno para conseguir situar a España en la tercera fase de la unión monetaria merece el reconocimiento de un elogio. Por otra parte, la credibilidad del Presupuesto presentado a las Cortes se ve reforzada por el conjunto de normas recogidas en los Proyectos de Ley de disciplina fiscal, de Presupuestos Generales del Estado y de Ley de Acompañamiento, que tienen por finalidad evitar desviaciones en el déficit público, ya provenga de los gastos o de los ingresos, que pudieran poner en peligro el objetivo de convergencia. Tales normas han sido necesarias, ya que la nueva Ley General Presupuestaria no entrará en vigor en 1 de enero de 1997.

La rebaja en el tipo de interés por el Banco de España constituye un estimable apoyo a la credibilidad del Presupuesto.

El corto período de tiempo que el nuevo gobierno ha tenido para elaborar el Presupuesto para 1997 puede justificar que no se hayan incluido en él las reformas estructurales que hagan posible que la fuerte reducción del déficit llevada a cabo sea sostenible en ejercicios posteriores.

Con el desarrollo del Pacto de Toledo se inicia una reforma del sistema de pensiones públicas que la ejecución del mismo pondrá de manifiesto si la tendencia al equilibrio se consigue. En cuanto a la sanidad, la Comisión constituida en el Congreso para el estudio del gasto sanitario puede ser una vía para alcanzar el consenso en las medidas que deben adoptarse para corregir las desviaciones permanentes que vienen dándose entre asignación previa de recursos y realizaciones.

Es de esperar que en el Presupuesto de 1998 se aborden los problemas estructurales de la empresa pública y de reforma de la Administración, indispensables ambas para que el déficit público continúe de manera sostenida en la senda de reducción.

Según se hace constar en el Informe Económico y Financiero de los Presupuestos Generales del Estado para 1997, «el carácter riguroso y austero de los Presupuestos Generales del Estado, junto con el aval de su credibilidad actual y futura, posibilita el punto de inflexión respecto a la evolución de los últimos años, con una disminución de la *ratio* de deuda del Estado que se produciría ya en 1997, tendencia que se mantendrá y acentuará en el futuro. Con ello se consigue otro de los objetivos básicos que, desde la perspectiva financiera, contempla la nueva orientación de la política presupuestaria: la reducción gradual y continuada de la *ratio* de deuda pública/PIB. Este objetivo permite armonizar la consecución de otros objetivos fundamentales: garantizar la convergencia de Maastricht, en cuanto que con estos Presupuestos se inicia una tendencia de estabilización y reducción de la deuda, acercándose al límite de referencia establecida».

NOTA

(1) Se recuerda lo sucedido con la contabilización de las plusvalías derivadas de la privatización de empresas públicas.

ECONOMÍA DE LA CONSOLIDACIÓN FISCAL

José Antonio García-Durán
Luis Ravina Bohórquez

Parece ser que la palabra mágica cuando hablamos de política fiscal en los últimos años es *consolidación*. Entendemos por consolidación que el porcentaje que representa la deuda pública neta (adecuadamente definida: deuda neta menos activos del Estado «no ficticios») sobre el producto nacional bruto disminuya.

Es un problema de todo el mundo desarrollado. La deuda pública en los países ricos, en las últimas dos décadas, ha tenido un crecimiento sin precedentes en períodos de paz. En las primeras décadas, el déficit público era algo excepcional, salvo en ocasiones muy especiales como eran las guerras o crisis económicas muy severas. La deuda acumulada en dichos períodos era saldada en los años siguientes a través del superávit presupuestario.

Esto cambió al madurar las reformas introducidas en los años posteriores a la segunda guerra mundial, período que coincide con una mayor participación del gasto público en la economía. En gran medida, el incremento del gasto público es debido a la extensión del llamado «Estado del bienestar», especialmente gastos sanitarios, pensiones, cobertura del desempleo y, en menor medida, la ayuda a los más necesitados. Aunque el crecimiento de los ingresos ha sido también importante, no lo ha sido en la cuantía necesaria para equilibrar el Presupuesto.

España no ha sido ajena a esta situación y, con unos años de retraso, pero con un mayor crecimiento marginal en los últimos años, nuestro gobierno comparte en la actualidad este problema con los países de su entorno.

Las causas que han provocado esta situación son muy variadas y controvertidas, pero debemos señalar dos de especial relevancia (1).

Un cambio político importante en nuestro modo de entender el papel del Estado en la economía. John Maynard Keynes formalizó, en la *Teoría general,* las razones por las cuales el gobierno tiene que jugar un papel activo en la economía. El gobierno, a través del gasto público, debe incrementar la demanda agregada en los momentos de crisis para reducir los ciclos. Pero los déficit que arrastramos en nuestra economía se inician cuando las teorías keynesianas empiezan a estar en desuso. La revolución keynesiana ha contribuido a unos déficit importantes, pero no los ha causado. La razón principal está en el descontrolado incremento de los gastos sociales. Éstos se han mostrado como un claro ejemplo de un bien superior: cuando crece la renta, la demanda de servicios sociales crece más que proporcionalmente.

Otro aspecto importante a destacar es la separación por la Administración de estos gastos del proceso de elaboración del Presupuesto. El «Estado del bienestar», y en especial las pensiones y los gastos sanitarios, se consideran «conquistas sociales» y, por tanto, intocables.

¿Cuáles son los motivos de la nueva orientación de la política económica hacia la consolidación fiscal?

En primer lugar, en el conjunto del mundo falta ahorro para la multitud de proyectos que están en marcha. Dos mil millones de personas quieren acercarse al nivel de vida de los mil millones que van en cabeza, entre los cuales nos encontramos. Para ello, ahorran y piden fondos. Los países ricos no pueden tener tasas muy bajas de ahorro, como las provocadas por los déficit públicos. Países como Corea mantienen altas tasas de ahorro y una tasa de crecimiento muy superior a la media europea. Tenemos que reducir el déficit sin reducir el crecimiento.

Como señala el Banco de España en su última memoria, la disponibilidad de ahorro suficiente es una condición esencial para que sea posible financiar el crecimiento sostenido de la economía con estabilidad de precios. Si la economía española desea alcanzar la media europea en términos de PIB per cápita, necesita dedicar a la inversión un porcentaje superior a la media europea.

Las autoridades económicas pueden forzar el ahorro privado o acudir a la financiación externa. La primera de las posibilidades ha sido utilizada en España a través del control del sistema financiero y la regulación de los tipos de interés, pero, como nos dice nuestra propia experiencia, se producen efectos distorsionadores en la asignación de los recursos.

No debemos hacernos ilusiones respecto a la segunda alternativa. Análisis empíricos recientes nos muestran que existe una estrecha correlación entre el ahorro y la inversión nacional, por muy buena que sea nuestra reputación en el exterior.

Para mantener una tasa de crecimiento sostenido de la economía con estabilidad de precios, necesitamos aumentar la tasa de ahorro, y esto sólo es posible con la reducción del desahorro del sector público. Como señala la memoria antes citada, «el proceso de consolidación fiscal que España debe completar en los próximos años no es sólo una condición impuesta por su compromiso de participación en la Unión Europea y en la unión monetaria, sino un requerimiento imprescindible para superar los obstáculos que entorpecen su camino hacia una economía más eficiente y más próspera».

En segundo lugar, las administraciones públicas deben cumplir la llamada restricción presupuestaria intertemporal. El valor actual de ingresos y gastos debe igualarse en

un horizonte amplio. Parece que esa condición no se cumple. Si se añade a la deuda pública explícita la implícita (la diferencia entre pensiones a pagar y cotizaciones a percibir), los niveles de deuda más que se doblan, de modo que la subida precisa de la presión fiscal podría tener efectos muy negativos en la economía. Más aún cuando el gasto público realizado con cargo a esa deuda (transferencias e inversiones) no siempre tiene una rentabilidad social superior a la inversión privada que desplaza. Generaciones futuras tendrían que pagar más impuestos con una dotación de capital disminuida o poco eficaz.

Tercero, los agentes que operan en los mercados financieros pueden penalizar fácilmente aquellos títulos de deuda de los gobiernos que se muestren claramente irrespetuosos con la restricción presupuestaria intertemporal. España tiene experiencia reciente con este problema.

Si aceptamos que la consolidación fiscal es necesaria, parece que nuestra primera tarea ha de consistir en estudiar las experiencias recientes de ajuste presupuestario. Alberto Alesina y Roberto Perotti analizan el problema que nos atañe en veinte países en el período que va de 1960 a 1994 (2).

Pero es necesario aclarar primero qué entendemos por ajuste y consolidación fiscal. Hablamos de ajuste presupuestario cuando el impulso fiscal disminuye al menos en 1,5 puntos porcentuales del PIB durante un año, o en 1,25 puntos durante dos años seguidos. La variación del impulso fiscal se mide sin tener en cuenta los pagos de intereses, y una vez eliminados los efectos de la coyuntura sobre los impuestos. Se dice que el ajuste ha tenido éxito cuando tres años después la *ratio* deuda/PIB se ha reducido en un 5 por 100.

¿Cuáles han sido los elementos determinantes del éxito o del fracaso?

En primer lugar, la cuantía del ajuste. Un ajuste tímido parece tener menos posibilidades de éxito. Una reducción importante del déficit parece incrementar la confianza y mejora las expectativas incrementando la tasa de crecimiento. En muchos casos, el ajuste fiscal ha sido acompañado de un programa de reforma más amplio, favoreciendo de este modo la credibilidad del gobierno.

Las probabilidades de éxito son mayores si el ajuste se lleva a cabo vía gasto, en especial reduciendo las transferencias, la seguridad social y los salarios del Estado. La razón fundamental parece estar en el hecho de que actúan sobre las dos partidas con mayor tendencia a crecer automáticamente, como la experiencia de los años recientes nos demuestra.

En tercer lugar, la fase del ciclo y la prontitud parecen tener influencia en los resultados. Hay que actuar en la fase expansiva, no en los momentos de recesión, y cuanto antes se lleve a cabo el ajuste, menor es el ajuste requerido.

Los manuales de economía estudiados en la Universidad hace años nos decían que una reducción del gasto público frena la tasa de crecimiento a través de la demanda agregada en un modelo con precios y salarios inflexibles. Los gobiernos se resisten a la consolidación fiscal por miedo a una recesión y a la consiguiente ruptura de la cohesión social.

Los estudios recientes parecen decir más bien lo contrario. Es posible simultáneamente reducir el déficit y la carga de la deuda y mejorar la tasa de crecimiento. ¿Por qué es esto posible?

Una disminución del gasto público, si es percibida como duradera por los agentes económicos, implica una reducción de los impuestos futuros, generando un efecto riqueza positivo. En modelos como el de Bertola y Drazen (3), en países con niveles bajos de deuda, los efectos keynesianos dominan, mientras que en países con altos niveles de deuda los efectos anti-keynesianos prevalecen.

Una segunda vía se abre a través de la caída de los tipos de interés que suele acompañar a la política de consolidación fiscal. Tipos de interés más bajos llevan consigo un incremento del valor de mercado de la riqueza privada. Por otra parte, las citadas políticas, especialmente las más severas, pueden tener un efecto credibilidad importante en los tipos de interés reduciendo la prima de riesgo.

Alesina y Perotti muestran, en el artículo antes citado, cómo el principal efecto macroeconómico es producido vía costes laborales unitarios, y su influencia sobre la exportación y la inversión. Este efecto es igual de importante, y quizá más, que los tradicionales de riqueza, expectativas y credibilidad.

Un intermediario financiero acostumbrado a que los incrementos de deuda pública ocupen una parte importante de su cartera y de su expansión anual puede pensar que las noticias acerca de la consolidación fiscal son malas. Exigen una reorientación de actividades hacia valores de renta variable u obligaciones privadas; por tanto, mayor riesgo y mayor rentabilidad.

Los intermediarios financieros habrán de convertirse en buscadores de empresas exportadoras e innovadoras. Es una tarea más difícil, más exigente, pero humanamente más interesante y enriquecedora.

Por último, y a modo de epílogo, nos podemos preguntar ¿qué puede pasar con el empleo en esta perspectiva? El informe del McKinsey Global Institute (4), de noviembre de 1994, nos dice que «las barreras en los mercados de productos juegan un importante papel en la determinación de los niveles de empleo». Las diferencias en productividad entre los principales países tienen sus raíces en el grado de apertura de los mercados de productos, especialmente los más innovadores. Europa, y en especial España, tiene mucho que andar en este punto. Es muy clarificador cómo la desregulación del mercado de productos de nuevas tecnologías favorece la creación de empleo de mano de obra cualificada, mientras que no tiene apenas influencia la liberalización del mercado laboral. Esta última sí favorece, por el contrario, la creación de empleo de mano de obra no cualificada.

NOTAS

(1) Merece especial atención el análisis que realizan sobre las causas del déficit público Paul R. Masson y Michael Mussa en «Long-term budget deficits and debt», *IMF Working Paper* 95/128, diciembre 1995.

(2) De todos los trabajos de A. Alesina y R. Perotti, queremos destacar en este caso el titulado «Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects», *IMF Working Paper* 96/70, julio 1996.

(3) Bertola, G., y Drazen, A. (1993), «Trigger points and budget cuts: Explaining the effects of fiscal austerity», *American Economic Review*, 83, págs. 11-26.

(4) Cfr. McKinsey Global Institute, *Employment performance*, noviembre 1994, Washington, D.C.

UNA NUEVA VISIÓN DEL MUNDO LABORAL

Pierre Vanlerenberghe

Nuestras sociedades pierden referencias. Como señala Alain Touraine, contribuyendo a un ejercicio de prospectiva social (1), «hemos entrado en una sociedad nueva y no lo sabemos, hacemos como si no lo supiéramos». Lo cual explica las reacciones y las peticiones desfasadas, la reflexión demasiado a menudo centrada más en los instrumentos que en los objetivos y finalidades, las respuestas a menudo inadecuadas porque carecen de referencias para la acción, la fuerte demanda del Estado, al que se vilipendia o rechaza porque no sabe responder. Cómo volver a dar referencias para la acción colectiva y la acción individual para el proyecto individual inscrito en un nuevo obrar colectivo, he ahí uno de los desafíos principales que se plantean a nuestras sociedades.

Singularmente, si no conseguimos en los años venideros pensar en el futuro del trabajo, nuestras sociedades quedarán marcadas si no por la angustia, al menos por la melancolía. No se darán cita ni la confianza ni el dinamismo; el consumo y la inversión no llevarán el crecimiento hacia los niveles que deberían permitir reducir el paro y dar a cada uno un lugar en el proceso de intercambio social.

Esta aportación se considerará muy social y muy franco-francesa. Muy social, así era el encargo, pero al tratar del futuro del trabajo nos encontramos en el corazón de la economía; muy franco-francesa sin duda, pero nos parece que los recientes ejercicios de prospectiva que hemos emprendido en la Comisión del Plan reflejan útilmente lo que se juega —en grados diversos— en los diferentes países desarrollados de la Unión Europea.

Pensar el trabajo, pues, como muy bien dice Jean Boissonnat (2) en el prefacio del informe de prospectiva sobre el trabajo emprendido en 1994-1995 por la Comisión del Plan: «No falta el trabajo, nos falta a nosotros clarividencia para comprender que está cambiando radicalmente y no tenemos imaginación suficiente para organizarlo de otra manera. Según lo que hayamos hecho o dejado de hacer, en veinte años Francia contará con varios millones de parados, o los franceses trabajarán de otra manera.»

No se dará cuenta aquí de todo lo que aportan al debate estos trabajos. Sólo pondremos el acento sobre algunos ejes principales de nuestras reflexiones.

1) Desde hace cuarenta años, asistimos a una personalización objetiva de las condiciones de vida, a la vez material, social y cultural. Hemos entrado en una «sociedad de personas»; no necesariamente «individualista» o «egoísta» —connotación demasiado moral—, sino marcada por un proceso de «individuación». Esto último ha sido posible por lo que se ha denominado el Estado de bienestar. Para Francia, es el resultado, quizá el límite, del proyecto republicano, de la sociedad de ciudadanos libres de los revolucionarios de 1789. Se han desmoronado las solidaridades antiguas y aparecen otras nuevas, con frecuencia más efímeras; cada vez más las peticiones dirigidas al servicio público se refieren a prestaciones individuales. Sin referencias, se acentúa el riesgo de anomia o de conflictos multiformes, no estructurales. «El esfuerzo colectivo debe adaptarse, al mismo tiempo, a peticiones y situaciones personalizadas y favorecer solidaridades vividas, digamos incluso favorecer una nueva vida colectiva» (3). Me parece que esto es aplicable al tema que nos ocupa.

2) Nuestra economía —nuestra sociedad— ha entrado en un proceso de recomposición permanente. No es algo nuevo desde que Schumpeter nos habló del proceso de «destrucción creadora». Pero se ha acelerado con el Tratado de Roma en 1956 y la mundialización de los intercambios. En el caso de Francia, el crecimiento de los «felices treinta» permitió, mediante la extensión del empleo asalariado, absorber la explosión demográfica y la feminización de la población activa, con un deslizamiento de empleos del sector primario hacia el secundario y después hacia el terciario (dos tercios de los empleos se encuentran hoy en este último sector). Dado que los efectivos de la gran industria disminuirán por el efecto de la búsqueda de las ganancias óptimas de productividad para afrontar el reto de la mundialización, el empleo se creará en el sector terciario. Este «derrame» mal hecho por nuestro país es una de las razones del paro. Exigi-

rá sobre todo importantes esfuerzos de reconversión y formación, porque el terciario puede ser tanto el lugar de concentración de altas cualificaciones —incluidas las basadas en la calidad de la puesta en relación, lo que se llama hoy día servicios de proximidad o servicios a la persona— como el de cualificaciones estandarizadas.

De esta tendencia se deducen dos consecuencias:

— no se pueden *prever* con exactitud los empleos de mañana; de ahí que el acento se ponga actualmente en la adquisición y actualización permanente de competencias, en lugar de en la formación inicial con cualificaciones precisas;

— será a lo largo de la vida activa cuando todos deberán profundizar sus cualificaciones, lo que exige políticas que permitan a todos definirse uno o varios proyectos y replantearlos en diferentes momentos de la vida.

3) Se ampliará la movilidad profesional, muy importante en los «felices treinta», incrementada al comienzo de los ochenta (en los setenta, uno de cada cinco trabajadores cambiaba de empresa cada cinco años; entre 1988 y 1992, lo hacen más de uno de cada cuatro). Se verá acompañada por una movilidad geográfica más intensa y —lo que es nuevo— por una movilidad estatutaria más importante. Hemos vivido hasta ahora con la idea de una extensión infinita del trabajo asalariado, hasta el punto de que las profesiones independientes copiaron los atributos de la sociedad salarial. Asistiremos a una vuelta del trabajo independiente y la microempresa, en la que se conjugan dos dinámicas: la de la externalización de algunas funciones fuera de la empresa, concentradas en sus especialidades —movimiento que es general en Europa (4)—, y la de la petición de autonomía y responsabilidad, que tiene dificultades para expresarse en la empresa clásica.

Hoy, esto se traduce en trayectorias forzadas a través de una gran selectividad del mercado de trabajo. Para que se viva de manera más positiva, por supuesto que será necesario volver a encontrar los caminos de un crecimiento rico en empleos.

4) Las empresas se vuelven más reactivas, flexibles, integrantes —se trata aquí de la mayor interacción de las funciones de producción y comercialización—, comunicantes, porque para permitir la adaptación permanente y rápida a los mercados, el intercambio de informaciones debe ser continuo entre todos los miembros de la empresa. La movilización del personal, tal como señala la realidad actual, estará en el corazón de la empresa. La «implicación» será la palabra clave de mañana, el centro de la relación laboral. Habrá que medir bien sus consecuencias: la implicación será «excluyente» —la prueba es el empleo de todo el ser en el trabajo— si esto no se traduce en la vuelta a una relación más equilibrada entre el capital y el trabajo. «Estoy dispuesto a emplearme profundamente en el trabajo si en compensación recibo una retribución y una cierta garantía de permanencia, si no en el empleo al menos en mis competencias, mis cualificaciones, mis ingresos.»

5) Por último, entre las tendencias diagnosticadas, señalamos la «permeabilidad» entre el trabajo y el «fuera del trabajo». Se han vuelto «porosas» las fronteras entre el horario de trabajo y el horario «fuera del trabajo».

Al exigir de todos más que la movilización de una determinada cualificación la continua elaboración de sus competencias, el horario de trabajo incluye cada vez más un largo período de formación y, dado que el trabajo moviliza otras partes de la personalidad, la actividad fuera del trabajo forma también parte de la actividad productiva.

Hasta ahora, el trabajo asalariado se caracterizaba por una cuádruple oposición: entre trabajo y formación, trabajo retribuido y trabajo gratuito, trabajo asalariado y función pública, trabajo dependiente y subordinado y trabajo independiente. Se deshacen las fronteras entre estos polos. Por un lado, los límites de la duración del trabajo se vuelven fluctuantes (anualización, intermitencia, a tiempo parcial...) o evanescente (régimen de indemnizaciones).

Por otro lado, el «horario libre» se instala en el horario de trabajo asalariado, el contrato de trabajo asimila valores que hasta ahora le eran extraños (5), y el mismo horario de ejecución del contrato de trabajo no se identifica con el del horario de trabajo subordinado (cfr. el derecho a la formación profesional). La autonomía concedida por el empresario en el empleo del horario —en contrapartida a la obligación de resultados— le asemeja con mucho al trabajo independiente.

Por último, el modelo de trabajo asalariado penetra en esferas que hasta ahora le eran ajenas: desarrollo de formación en el trabajo (prácticas, formación alterna), nuevas formas de trabajo a domicilio (tele-trabajo), integración jurídica de trabajadores independientes en estructuras de las que dependen económicamente; por ejemplo, la medicina de grupo.

Asistimos así a la fragmentación del estatuto salarial, resultado de la diversificación de las mismas situaciones de trabajo unidas a las transformaciones técnicas, económicas y culturales. Debe considerarse este período como una oportunidad, a todos abierta, para experimentar situaciones de trabajo diferentes, sin encerrarse en una sola ni excluir a las demás; habrá que concebir, por consiguiente, un nuevo marco jurídico para la relación laboral. Ésta es una de las ideas originales del informe Boissonnat, sobre la que volveremos.

¿Qué *enseñanzas* podemos extraer de estas pocas graves tendencias, algunas de las cuales pueden modificarse mediante la acción humana?

1. Habrá que *vivir con la incertidumbre:* se ha vuelto inherente a nuestra condición humana. Sin abandonar la búsqueda de «largas guías» reductoras de la incertidumbre, la acción colectiva, es decir, la acción pública:

• Debe responder a la fuerte y legítima petición de seguridad que se encuentra en la base misma de nuestra concepción europea del Estado de bienestar y de nuestras políticas sociales. Pero habrá que conciliar esta búsqueda con la necesaria agilidad y flexibilidad que requieren nuestras sociedades, so pena de tener que aceptar el dominio del modelo americano en nuestras relaciones de trabajo.

• Debe estimular a las personas a no dejarse paralizar por lo desconocido, ser capaces de decidir por sí mismas, asumir riesgos, pero debe hacerse todo para ofrecerles apoyos, especialmente a los más débiles, a los que cuentan con menos bazas en la vida.

2. La perspectiva de *aprendizaje a lo largo de toda la vida* debe permitir volver a centrar la formación inicial en sus misiones de cultura general y socialización. Descargada de su misión imposible de adecuación estricta de la formación al empleo, podrá volver a centrarse en el desarrollo de todas las dimensiones del saber, la valoración de las bazas individuales mediante la diversificación de los recorridos, y permitir que el joven tenga, al finalizar la enseñanza obligatoria, clarificado en parte su «repertorio personal de competencias».

En cuanto a la formación profesional y permanente, deberá integrarse, en parte, en el horario de trabajo, y ser el resultado de una co-decisión entre el empresario y el trabajador asalariado. Se puede pensar incluso que cualquier actividad de formación profesional continua deberá participar de la naturaleza jurídica del trabajo. En el horizonte de los veinte años, el horario de formación tomado del horario de trabajo podría situarse en el 10 por 100.

3. Se precisa una *nueva política del horario.* Como ha señalado Jean Boisonnat en el informe señalado, «nunca se ha conocido una revolución tecnológica mayor sin ajuste del horario de trabajo. Perseguimos el movimiento secular de reducción del horario de trabajo acelerándolo eventualmente con determinadas condiciones. Lo cual no es más, en definitiva, que un reparto particular de las ganancias de productividad. Una parte va a la elevación del nivel de vida, mediante la subida de los ingresos, y otra a la mejora del estilo de vida, mediante la reducción del horario de trabajo». Pero, añade, «la reducción del horario de trabajo no se produce siempre de la misma manera. En la organización tayloriana del trabajo, debería ser mediante una disminución de la duración diaria o semanal generalizada. Actualmente, este método no se compadecería con la diversidad del sistema productivo, ni con la de las necesidades personales. Hay que evitar a cualquier precio las concepciones demasiado rígidas, como la semana de cuatro días».

Pero cualquier futura reducción de los horarios de trabajo, colectivo o individual, plantea un doble desafío. El primero, es el de una mejor coordinación para la persona de los diferentes horarios sociales en cualquier momento de su vida, y la organización de la alternancia a lo largo de su existencia entre períodos trabajados y no trabajados. El segundo, es el de la coordinación entre horarios de trabajo y los demás horarios sociales desde el punto de vista de la organización de la vida social y la actividad económica.

Habrá, pues, que promover una nueva organización social del horario, conservar una norma colectiva de referencia válida para todos, reducir el horario laboral de manera diversificada, ir hacia el horario co-decidido; ésas son las orientaciones exploradas por el Grupo Boissonnat.

a) *Promover una nueva organización social del horario*

Ninguna sociedad puede abandonar totalmente alguna forma de regulación institucional del horario. Se correría el grave riesgo de perturbar toda la vida cívica y social, y perjudicar el equilibrio de personas y familias. También sería, sin duda, una fuente de crecimiento de desigualdades entre las personas según su edad y sexo, nivel de cualificación, sector de actividad, naturaleza misma de su trabajo y carácter más o menos prescrito de éste. Cualesquiera prácticas ligadas a la personalización de los horarios de trabajo y a la adaptación de éstos a las nuevas organizaciones colectivas deberán respetar al mismo tiempo el bienestar y la salud de las personas. Así, como ya señaló desde 1989 la Comisión Europea en la carta comunitaria de derechos sociales, es, por ejemplo, importante establecer prescripciones en materia de descanso mínimo por día y por semana, limitación del trabajo nocturno o de fin de semana y horas extraordinarias...

Asimismo, la diversidad de los ritmos de trabajo no debe ir en contra de la sincronización de horarios de los productores o prestatarios de servicios, por una parte, y los consumidores, por otra. A falta de articulación, sólo se conseguirá aumentar los sentimientos de enrarecimiento de horarios, el «estrés de la urgencia», los costes de la aglomeración. Pero conviene igualmente tener en cuenta el necesario alargamiento de la utilización de medidas que se sabe son potenciales creadoras de empleo.

Una mejor coordinación entre los diversos horarios sociales debe descansar también en el hecho de que una parte de las tareas domésticas puede ser desempeñada de manera colectiva e institucional (acogida de niños pequeños, cuidados a la tercera edad), o bien en una mejor conciliación entre la actividad familiar y profesional, a fin de sobrellevar mejor la carga de los niños escolarizados o pre-escolarizados, los adolescentes o los familiares mayores.

b) *Conservar una norma colectiva de referencia*

Las nuevas realidades laborales no ponen en cuestión la utilidad de una referencia a un horario colectivo, semanal o anual, sino todo lo contrario. En efecto, si bien es cierto que el horario laboral se difumina en algunas categorías, es poco proclive a repartirse en unidades precisas de medida y se diversifica en extremo teniendo en cuenta las nuevas organizaciones de la producción; el peligro de alienación en el trabajo y las nuevas formas de agotamiento físico y mental por el trabajo no hacen sino acrecentarse subrepticiamente con el pretexto de implicación y creciente autonomía de los trabajadores.

Por consiguiente, en el futuro no se puede dejar de regular el horario laboral. Sin embargo, es innegable que la flexibilidad, la adecuación y la diversificación de dicho horario se convierten en imperativos económicos. Se podrían señalar algunos principios de acción jurídica.

Se podría proceder a la transferencia progresiva de la normativa estatal al derecho convencional, pero dotándolo de una legislación firme y clara sobre el marco general de organización del horario laboral y de descanso, en el sentido de preservar unos horarios colectivos favorables para la cohesión social. Ello supondría un control social que ya no correspondería exclusivamente a la Inspección de Trabajo, sino que se compartiría con los sindicatos y los representantes del personal.

c) *Reducir el horario colectivo laboral*

Mientras que en el transcurso del período que abarca desde mediados de los sesenta hasta el comienzo de los ochenta el descenso de la duración anual del trabajo asalariado se realizó en Francia al ritmo del 1 por 100 de media por año, esta tendencia se interrumpió en 1982. En el mismo período, Alemania se comprometió con un firme movimiento de reducción y adecuación del horario laboral; esto parece haber tenido un efecto positivo a la vez sobre el esfuerzo de reorganización de empresas, sobre el vigor del diálogo social y sobre el empleo. Las políticas actualmente iniciadas consisten en desarrollar el horario parcial, aunque bien a menudo es algo obligado.

Señalaremos cuatro orientaciones:

- La reducción de la duración del trabajo constituye un modo de ajuste complejo, pero eficaz, para el crecimiento del empleo, siempre que se vea acompañada de un cambio organizativo verdadero y socialmente deseado.

- Debe excluirse el recurso a medidas públicas obligatorias y uniformes de disminución inmediata de la duración legal semanal del trabajo; hay que adaptarse a la diversidad de los sectores económicos.

- Las actuaciones «espontáneas» y descentralizadas de adecuación multiforme de los horarios laborales no permiten responder de manera satisfactoria a la amplitud del problema y no son una fuente estable de crecimiento más rico en empleos.

- El horario parcial, que sin duda debe desarrollarse, debe convertirse en un tiempo elegido y, por consiguiente, co-decidido entre el empresario y el trabajador.

En consecuencia, la propuesta del informe ha sido la siguiente: combinar un descenso fuerte y general de la duración legal del trabajo, anunciándolo con el tiempo necesario para que se consigan aplicaciones concretas extremadamente diversificadas como consecuencia de negociaciones y acuerdos.

El objetivo avanzado por el grupo es razonar entonces en duración anual, y ya no en duración semanal. Podría fijarse en mil quinientas horas anuales en el 2015, de las que por lo menos el 10 por 100 se consagraran a la formación permanente. Así, el cúmulo del aumento del tiempo de formación y del descenso de la duración contractual del trabajo conduciría en veinte años a una reducción del 20 al 25 por 100 de horario laboral.

Asignarse un objetivo semejante no significaría que se eligiera un modo de reducción muy progresivo, casi imperceptible; puede imaginarse, por el contrario, una disminución por avances sucesivos, apreciándose después de cada salto los ajustes necesarios a la baja o al alza. Entre nuestras tradiciones, no es habitual la reversibilidad de los acuerdos. Se puede hacer posible mediante la elaboración de nuevas reglas de negociación.

d) *Hacia el horario co-decidido*

La reducción del trabajo es, sin embargo, insuficiente para responder de la mejor manera posible a la diversidad de las expectativas. Las experiencias de los últimos años muestran otras vías posibles para una nueva organización: formas diversificadas individuales o colectivas, extensión del horario parcial elegido a nuevas categorías de asalariados, nuevas prácticas de gestión de carreras, contribución a la creación de empleos a partir de gestiones solidarias locales o de proyectos de territorios.

Hace falta, pues, avanzar hacia un nuevo tipo de horario de trabajo basado en la co-decisión entre empresarios y trabajadores, pero inscrito en un marco colectivo negociado con los representantes de estos últimos, de manera que todos tengan allí una representación positiva, la de un horario verdaderamente elegido; por consiguiente, reversible. Pero debe poderse organizar en un período que permita a cada parte encontrar en él seguridad y posibilidad de conducir un proyecto; este «espacio temporal» podría ser anual, plurianual o englobar incluso el conjunto del ciclo de vida profesional.

4. Hace falta, por último, volver a colocar estas propuestas en *un nuevo marco jurídico de la relación de empleo.*

Movilidades más intensas, permanente evolución de competencias, períodos alternos de trabajo asalariado, trabajo independiente, tiempo libre y actividades voluntarias; ése es nuestro futuro, nuestra aventura. La movilidad debe convertirse en una baza, y no considerarse nunca más una molestia.

Si se recusan los modos de ajuste americanos, hay que adaptar nuestro sistema del Estado del bienestar, a fin de conciliar la flexibilidad exigida por las empresas, la agilidad de las trayectorias personales y la necesaria protección de los trabajadores, lo que constituye la riqueza de nuestro modelo social europeo.

Garantizar una determinada continuidad de los ingresos y mantener la cobertura social con independencia de las situaciones de trabajo y paro, ése debería ser el proyecto perseguido. Aparentemente, no hay ruptura con nuestros actuales sistemas de protección: la protección social de los trabajadores independientes se ha aproximado a la de los asalariados. Quedan, sin embargo, fuentes de discontinuidad que hay que suprimir.

También propone el informe Boissonnat que se adapte el derecho del trabajo a la diversidad de situaciones económicas y laborales, suprimiendo las barreras entre los diferentes estatutos actuales, al mismo tiempo que se garantiza un mínimo de seguridad a las personas. Detrás de la propuesta central del informe, la aparición de un contrato de actividad que englobaría en el futuro el contrato de trabajo se encuentra la siguiente idea: un conjunto de empresas reunidas en una especie de agrupación local de interés económico podría ofrecer a una persona un contrato de actividad durante varios años. En el transcurso de este contrato, la agrupación garantizaría el salario y los derechos sociales. La persona en cuestión podría beneficiarse entonces de períodos de formación y tiempo libre intercalados entre fases de empleo considerado en el sentido habitual del término. Esta solución permitiría conciliar una garantía de ingresos y de actividad en un período bastante dilatado, sin obligar por ello a todas las empresas del grupo a cargar sobre sus espaldas la totalidad de las obligaciones ligadas al empleo.

Al mutualizar así el derecho al trabajo, la agrupación de empresas haría compatible un mínimo de garantías para cada persona y un mínimo de flexibilidad para cada empresa. «Se trata de inscribir en el contrato de actividad no únicamente el derecho de acceso al empleo normal y a la formación durante una duración mínima del compromiso, sino también el de poder permitir a todos la construcción de un itinerario profesional que, alternando diferentes formas de trabajo, incluidas la formación y la actividad independiente o asociativa de conformidad con los intereses del colectivo de empresas en cuestión, garantizara el ingreso convenido y la protección social, y confiriera a los trabajadores un estatuto y una identidad profesional estimulante.»

Esta nueva categoría jurídica de la relación laboral no sustituiría al contrato de trabajo del derecho común, sino que lo englobaría en una relación laboral más amplia que superara la actividad productiva en el sentido estricto del pasado. Al tener en cuenta la evolución hacia el «trabajo global» (6), tendría como principal interés ampliar el objeto, el espacio temporal, el campo personal de la relación laboral. Esta idea es objeto hoy día de numerosos debates y de una atención sostenida de los actores públicos.

NOTAS

(1) Alain Touraine, *Francia en prospectiva,* Editorial Odile Jacob, otoño de 1996.

(2) Jean Boissonnat, *El trabajo en 20 años,* Editorial Odile Jacob.

(3) Robert Fraise, en *Francia en prospectiva, op. cit.*

(4) Bernard Brunhes Consultores, *Europa por el empleo o cómo hacen los demás,* Editorial de Organización, 1994.

(5) El derecho de suspender su contrato de trabajo por iniciativa únicamente del asalariado se ha desarrollado con fines privados —permisos familiares, permisos sabáticos, permisos para creación de empresas o permisos de enseñanza—, o con fines públicos o de interés general, políticos, administrativos o asociativos.

(6) Alain Supiot, *Crítica del derecho al trabajo,* Puf, 1994.

DISCURSO DEL ACTO DE CLAUSURA DE LAS XV SESIONES DE TRABAJO DE TESORERÍA

Miguel Sanz Sesma

Excelentísimos e Ilustrísimos Señores, Señoras y Señores, queridos amigos:

Pocas veces resulta tan agradable el cumplimiento de una obligación como la que ahora se me presenta para, en primer término, dar las gracias a todos los presentes. Al Excmo. Sr. D. Juan Costa, porque ha sabido y querido buscar un hueco en su agenda para estar con nosotros y acompañarnos en esta última tarde de las Sesiones de Trabajo. A los ponentes, que nos han ofrecido sus conocimientos y sus experiencias, que han sacrificado su tiempo para ayudarnos a que podamos mejorar todos nuestra preparación técnica.

Y, por supuesto, a los asistentes a las Sesiones, con muchos de los cuales hace ya quince años que tenemos ocasión de convivir durante estos días. Para ellos se organizan las Sesiones y es su benevolencia, su apoyo y su confianza lo que nos anima a continuar esta tarea.

Nuestro objetivo fundamental ha permanecido invariable durante estos tres quinquenios: articular un foro de profesionales en el que, con libertad y con rigor, tuviéramos ocasión de debatir los problemas que, en cada momento, resulten especialmente acuciantes en nuestras tareas diarias. Y si, al día de hoy, repasamos las cuestiones que han sido objeto de tratamiento, bien podemos afirmar que obtendremos un catálogo de las materias que han constituido las preocupaciones más relevantes durante las últimas etapas por las que ha discurrido nuestro devenir financiero.

Cuatro aspectos entiendo que deberíamos destacar, porque ha sido una preocupación constante de nuestras Sesiones de Trabajo.

En primer lugar, hemos tratado de obtener y difundir información sobre los objetivos, la articulación y el desarrollo de la política monetaria por parte de la autoridad monetaria. Y conviene subrayar que nuestro interés en este aspecto no sólo viene dado por nuestra condición de operadores en los mercados monetarios, sino también porque somos plenamente conscientes de nuestro papel de transmisores al sistema de las orientaciones del Banco de España.

Esa colaboración activa sólo podrá prestarse en condiciones de la máxima eficiencia si hay un conocimiento lo más completo posible del porqué de las cosas, de las razones y el fundamento de las decisiones que el Banco haya tomado o vaya a tomar en cada momento. En este aspecto, es también obligado agradecer al Banco de España el apoyo prestado para la consecución de este objetivo.

En segundo lugar, hemos tratado de profundizar en el análisis de los mercados en los que operamos a diario. El mercado interbancario, el mercado de deuda pública y los mercados financieros han tenido, de una u otra forma, en uno u otro aspecto, una presencia constante en las Sesiones.

En tercer lugar, los productos financieros, y especialmente los que han ido apareciendo en la última década y media. El seguimiento de la innovación financiera, el análisis de sus ventajas y sus inconvenientes y, en muchos casos, la llamada a la prudencia en el manejo de productos que pueden encerrar graves peligros para la estabilidad de las instituciones financieras, como ha sido el caso en relación con los abusos observados en la utilización de opciones, que tan graves quebrantos ha causado a determinadas entidades, ha sido, también, una constante en nuestros análisis.

El último aspecto de la orientación que hemos venido siguiendo es el referente al ambiente económico general en el que se desarrollan nuestras instituciones. Los responsables de la tesorería de nuestras entidades financieras han de tener, necesariamente, una cumplida información de lo que está pasando en el mundillo económico de cada momento. Los análisis de coyuntura y las previsiones de las tendencias macroeconómicas han requerido —y hemos tratado de darles— la atención que merecen.

Este planteamiento general de lo que pretendemos que sean las Sesiones de Trabajo se refleja en el contenido de las que ahora clausuramos, que, además, vienen marcadas, como no podía ser de otra forma, por la profunda impronta europeísta que determina el conjunto de preocupaciones de nuestro tiempo. Como ha señalado con acierto el direc-

tor del Instituto Monetario Europeo, Robert Raymond, «cuanto más nos acercamos a la fecha final de la implantación de la unión monetaria europea, más emocional e irracional se torna el debate, y por esto precisamente se ha de volver una y otra vez a racionalizar el comportamiento de los agentes económicos».

Recordemos que, lo antes posible en 1998, habrá de decidirse qué estados miembros participarán en la moneda única, abriéndose un difícil período, hasta el 1 de enero de 1999, en el que se habrá de disponer de todo lo necesario para el funcionamiento del Banco Central Europeo y en el que, como ha señalado el gobernador del Banco de España, las cosas no serán fáciles para los países que queden fuera. Es claro que tampoco lo serán después, porque el rigor presupuestario y fiscal exigirá una cuidada atención para mantener el equilibrio macroeconómico, de modo que la marcha hacia la unión monetaria supone un camino áspero y exigente, pero que ha de recorrerse con la animosa esperanza de que es requisito previo indispensable para conseguir un desarrollo estable de nuestra economía.

Conviene, pues, dejar bien claro que, con unión monetaria o sin unión monetaria, la corrección de los desequilibrios macroeconómicos es una tarea básica que yo me atrevería a calificar de tarea de Estado, y no sólo de gobierno, en la que se ha de implicar al conjunto de la sociedad y a las comunidades autónomas, que también forman parte del Estado.

La corrección del déficit público ha marcado la elaboración del Presupuesto del Estado para 1997, como tuvimos la oportunidad de comprobar ayer a través de la magnífica exposición realizada por el profesor Barea. El *tempus* y el escaso rigor presupuestario de años anteriores ha obligado al gobierno a un ajuste realmente excepcional con el fin de situar el déficit de acuerdo con las exigencias de Maastricht.

Navarra, con competencias propias en materia fiscal y tributaria, asumió con el Estado un Escenario de Consolidación Presupuestaria que ha cumplido escrupulosamente, y que va a permitir, no sin esfuerzos, el equilibrio presupuestario en 1998.

Para que se hagan una idea del esfuerzo realizado en la Comunidad Foral, observen los datos del cuadro núm. 1. Puede verse cómo el déficit corriente ha disminuido continuamente a lo largo de estos últimos años.

Concretamente, ha pasado de 36.032 millones de pesetas en 1993 a 16.424 en 1996, lo que supone, en relación con el PIB, un descenso desde el 5,9 por 100 en 1993 al 2,2 por 100 en 1996. Dado el grado de ajuste presupuestario mantenido en este período, contemplamos para 1997 un déficit de 8.908 millones de pesetas, que apenas supone sobrepasar el 1,1 por 100 del PIB. Esto es, Navarra evoluciona favorablemente hacia la convergencia presupuestaria requerida por el Estado.

Otro factor que también ha sido objeto de análisis estos días es la influencia del consenso respecto del crecimiento económico. Cierto que, en el pasado reciente, el consumo se ha caracterizado por su débil comportamiento. Pero la otra cara de la misma moneda es que se ha fortalecido el ahorro. El comportamiento de los consumidores es siempre la resultante de un complejo conjunto de factores entre los que la previsión del futuro y las expectativas ocupan un importante lugar; por ello, es de esperar que, a medida que éstas se clarifiquen, pueda fortalecer el crecimiento del consumo.

Tender la mirada hacia Europa requiere saber qué opinan nuestros socios europeos no sólo respecto del desarrollo de la marcha hacia la unión monetaria, sino también de la situación económica general del continente. Las informaciones y opiniones recibidas al respecto durante estas Sesiones de Trabajo no han podido ser más valiosas.

Por último, el análisis de las perspectivas que ofrecen los mercados financieros en la nueva etapa que se avecina y las novedades de especialización de nuestro país se encuadran en los tradicionales

CUADRO NÚM. 1

EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA DE NAVARRA

	1993	*1994*	*1995*	*1996*	*1997*
Ingresos (I a VII)	194.942	194.276	209.423	226.729	244.397
Gastos (I a VII)	230.974	223.106	232.460	243.213	253.305
Déficit	36.032	28.830	23.037	16.484	8.908
Porcentaje ingresos	18,48	14,84	11,00	7,27	3,64
Porcentaje PIB	0,0592	0,0448	0,0336	0,0224	0,0112
Deuda	76.591	110.123	134.660	152.744	162.452
Porcentaje ingresos	39,29	56,68	64,30	67,37	66,47
V. A. financieros	– 1.117	4.702	1.500	1.600	800
PIB Estado	60.604.300	64.377.700	68.588.300	73.616.700	79.569.000

estudios sobre el mercado a los que hemos dedicado también nuestra atención.

Y lo mismo cabe decir respecto de la independencia de las políticas monetarias nacionales. Cuando entre en funcionamiento real el sistema de bancos centrales europeos, parece evidente que las autoridades monetarias nacionales habrán de reestructurar sus funciones para lograr la mayor coordinación. Pero éste, quizá, habrá de ser tema que dejemos abierto para otras Sesiones de Trabajo.

Si estos dos días de intenso trabajo han servido para satisfacer nuestra curiosidad, y cuantos nos han acompañado vuelven a sus lugares de trabajo con nuevas ideas y con un mejor conocimiento de nuestro entorno económico y financiero, podemos entender que, un año más, hemos cubierto nuestros objetivos y que seguiremos contando con su presencia entre nosotros en los próximos años, con lo que, tras reiterar nuestro agradecimiento a todos, no me resta sino declarar clausuradas las XV Sesiones de Trabajo de Tesorería.

Muchas gracias.

LISTA DE ASISTENTES A LAS XV SESIONES DE TRABAJO DE TESORERÍA

Abad Chómon, Miguel Ángel. Banco de Inversión.
Abella Mascarilla, José. Caja de Ahorros de Tarrasa.
Aguirre Garai, Mikel. Caja Rural Vasca.
Aguirre, Alberto. Corretajes e Información Monetaria.
Alaña, José Miguel. Iberdrola.
Alarcón Yuste, Salvador. Lloyds Bank.
Alcalde Moraño, David. Dai-Ichi Kangyo Bank.
Aldaz Díaz de Rada, José Manuel. Caja de Ahorros de Navarra.
Alfonso, Ramón. Banco de Sabadell.
Alonso López, Marcelino. Agencia Industrial del Estado.
Alonso Pablos, Francisco Javier. Corretajes e Información Monetaria.
Alonso Setién, Mercedes. Caja de Ahorros de Cantabria.
Alonso, Javier. Diagram Financial.
Álvarez Ruza, Alberto. Eurodeal.
Álvarez Vaquerizo, José. Banco Santander de Negocios.
Amengual Soria, José. Banco Atlántico.
Antón, José Antonio. Fundación FIES.
Aracama Yoldi, José María. Gobierno de Navarra.
Aragón, Dolores. Capital Markets.
Arias González, Florentino. Caja de Ahorros de Madrid.
Artaso Senosiaín, Miguel Angel. Caja de Ahorros de Navarra.
Arteaga Ruiz, María. Industrial Bank of Japan.

Baño García, Alejandro. Inverban SVB.
Ballesteros, Carlos. Diagram Financial.
Barea, José. Oficina Presupuestaria del Gobierno.
Bartolomé Barahona, Carlos. Confederación Española de Cajas de Ahorro.
Bataller López, Francisco. Banco Bilbao Vizcaya.
Bel Vidal, José. Gesmosa.
Benito García, José Antonio. Banca Nazionale del Lavoro.
Berrade, César. Capital Markets.
Blasco Bronchales, Rosa. Ibercaja.
Blázquez Viles, José Luis. Dresdner Bank.
Busom Ferrer, Manuel. Banca March.

Caminos Otermín, Iñaki. Bilbao Bizkaia Kutxa.
Cantalapiedra Villafranca, Remedios. Banco Central Hispano.
Carapeto, Julio. Gesmosa.
Carbó Valverde, Santiago. Universidad de Granada.
Casal, Javier. Gesmosa.
Castaño, Fernando. Banco de España.
Castilla García, Diego. Caja de Ahorros de San Fernando-Sevilla.
Castillo Navarro, Benito. Bancaja.
Cavalle Miranda, Juan. Banco Pequeña y Mediana Empresa.
Cavanna, Henry. Forum Inter. Ciencias Humanas.
Clemente, Vicente. Banco Español de Crédito.
Cobo, José Ramón. Corretajes e Información Monetaria.
Collantes, Cristina. Sakura Bank.
Coret, Jordi. Banc Int. de Andorra-Banca Mora.
Costa, Juan. Ministerio de Economía y Hacienda.
Cotillas Provencio, Luis. Caja de Ahorros de Madrid.
Coto de la Casa, Julio. Banco Popular Español.
Cuenca García, José. Caja de Ahorros de Murcia.

De la Lama López de Areal, Arturo. Banco Bilbao Vizcaya.
De la Riva, Julio. Gesmosa.
De la Torre Puente, Isaac. Caja España de Inversiones.
De Prudencio Pedraza, José. Banco Mapfre.
De Vega González, José Manuel. Caja de Ahorros de Avila.
Dols Bover, Pablo Miguel. Caja de Ahorros de Baleares.
Domingo, Eugenio. Banco de España.
Dorado Mata, Teresa. Banc Agricoli Comercial de Andorra.

Elosegui, Enrique. Natwest Markets.
Escribano López, José Miguel. Bilbao Bizkaia Kutxa.
Eseverri Oharriz, María Elena. Caja de Ahorros de Navarra.
España Lacalle, Antonio. Bancaja.
Espasa, Antoni. Universidad Carlos III.
Etxebeste Iraeta, Andoni. Caja de Ahorros de Guipúzcoa-San Sebastián.

Fernández Guillén, Marcial. Caja Rural de Asturias.
Fernández Jiménez, José Enrique. Fla Money Broker.
Fueyo, Abelardo. Argentaria Bex.
Fustero Pescador, Carlos. Ibercaja.

Gallastegui Arizmendiarrieta, Javier. Bankoa.
Gallastegui, Inmaculada. Universidad del País Vasco.
García Cebrián, Raimundo. Caja de Ahorros de La Inmaculada.
García de Bernardo, Bernardo. Caja de Ahorros de Navarra.
García Durán, José Antonio. Universidad de Navarra.
García Muñoz, Luis Miguel. Société Générale.
García Pereiro, Sergio. Caja de Ahorros de Pensiones de Barcelona.
García Revuelta, Elena. Abn Amro Bank.
García Vallaure, Armando. Banco Santander.
García, Javier. Corretajes e Información Monetaria.
Gil Pinillos, María Teresa. Caja Rural de Navarra.
Goicoetxea Galarza, Carmen. Diputación Foral de Vizcaya.
Gomara González, Josecho. Banco Vasconia.
Gómez Cebreiros, José María. Caja de Ahorros de Madrid.
Gómez Gutiérrez, Alfredo. Fla Money Broker.
Gómez Somoza, Ramón. Caja de Ahorros de Galicia.
Gómez, Daniel. D. G. Bank Frankfurt.
Gómez, José Miguel. Corredor de Comercio.
González Enciso, Agustín. Universidad de Navarra.
Grume Sierra, Juan. Banco de Sabadell.
Guerra Segura, Montserrat. Interdin.
Guilarte, Armando. Banco Bilbao Vizcaya.
Guitián Gallego, José Luis. Caja de Ahorros de Pensiones de Barcelona.

Harrington, Richard. Universidad de Manchester.
Henares Almansa, Angustias. Caja Rural de Granada.
Hernández Pérez, Lucas. Caja de Ahorros de Salamanca y Soria.
Hernández Velayos, Begoña. Banco Santander de Negocios.
Humanes Galán, Francisco. Confederación Española de Cajas de Ahorro.
Hurtado Alzaga, Javier. Banco Guipuzcoano.

Iglesias Lezama, José Ignacio. Caja de Ahorros de Vitoria y Álava.
Iranzo, Juan. Instituto de Estudios Económicos.
Issing, Otmar. Bundesbank.
Izquierdo, Aurora. Interdin.

Jaén, Federico. Corretajes e Información Monetaria.

Labiano Gorráiz, Santiago. Banco Bilbao Vizcaya.
Laborda Herrero, Juan. Chase Manhattan Bank.
Lacaba Velasco, Fernando. Andersen Consulting.
Lapuente Casajús, Eduardo. Caja de Ahorros de La Inmaculada.
Linos Escofet, Elisabeth. Bankinter.
Lladó Arburúa, José Manuel. Chase Manhattan Bank.
Llano Cifuentes, Ignacio. Ficambio Mercado Interior.
Lluva, Enrique. Gesmosa.

López Bartels, Juan. Arab Bank.
López Gallego, José. Caja de Ahorros de Burgos.
López García, Jesús. Caja de Ahorros de Asturias.
López Montoya, Isabel. Banco de España.
López Picón, Antonio. Caja de Ahorros de Ávila.
López Rubio, Pilar. Caja Rural de Granada.
López, Germán. Capital Markets.
Luis de la Hera, José María. Banco Santander.

Marín Moreno, Pedro Luis. Unión de Bancos Suizos.
Martínez de Marigorta, Carmen. Caja Laboral Popular.
Martínez Tejeiro, José. Fla Money Market.
Martínez, Andrés. Banco Español de Crédito.
Masanes Torra, Josep. Caja de Ahorros de Manresa.
Melcón, Marina. Capital Markets.
Méndez López, José Luis. Caixa Galicia.
Méndez, Manuel. Banco Santander.
Menéndez, Alex. Sumitomo Bank.
Monsalvo, Manuel. All Trading Brokers Europe.
Mora, Luis. Corretajes e Información Monetaria.
Moreno Aguyo, Pedro. Commerzbank.
Moreno Caballero, Juana. Instituto de Crédito Oficial.
Moreno Castillo, Serafín. Caja de Ahorros de Extremadura.
Moreno Perucha, Luis. Banco Central Hispano.
Muñoz Martín, Joaquín. Gescazar.
Muñoz Rojas, Ignacio. Chase Manhattan Bank.

Navas, José Ignacio. Confederación Española de Cajas de Ahorro.
Nieto Ramos, Jaime. Bankinter.
Nieto, Jorge. Universidad Pública de Navarra.
Núñez Galán, Rafael. Banco de Inversión.
Núñez Jiménez, Jesús. Banco Central Hispano.

Orbeta Berriatúa, Iñaki. Diputación Foral de Vizcaya.
Ortega Zurdo, Julio. Corretajes e Información Monetaria.
Ortega, Raimundo. Servicio Nacional de Compensación.
Ortiz García, Jorge Juan. Compagnie Bancaire.

Pascual, Pedro. Universidad Pública de Navarra.
Peñalver Sáiz, Alberto. Popular Rabobank.
Pereda Chávarri, Nieves. Diputación Foral de Vizcaya.
Pérez Jutglar, Juan Ignacio. Caja de Ahorros de Madrid.
Pérez Lara, José Luis. Caja de Ahorros del Círculo Cat. Burgos.
Pérez Martín, Andrés. Caja de Ahorros de Avila.
Pérez, Juan de Dios. Banco de España.
Pilán Torrente, Alfonso. Caja de Ahorros de Cataluña.
Pozo, José. Gesmosa.
Prades, Federico. Asociación Española de la Banca Privada.
Prados del Amo, Enrique. Gesmosa-GBI.

Ramos Robledo, José María. Banco de Fomento Exterior de Portugal.
Rapún, Manuel. Universidad Pública de Navarra.
Ravina Bohórquez, Luis. Universidad de Navarra.
Renedo, José María. Caja de Ahorros de Cantabria.
Revuelta, José Antonio. Andersen Consulting.
Rey Lafuente, Carlos. Inverseguros S. V.
Roca Garriga, Pedro. Banca Catalana.
Roca Piñol, José. Caja de Ahorros del Penedés.
Rodríguez Fernández, Miguel Ángel. Gesmosa.
Rodríguez Rabadán, Alfonso. Caja de Ahorros del Mediterráneo.
Rodríguez Tembleco, Moisés. Caja de Ahorros de Galicia.
Rodríguez, Alberto. Natwest Markets.
Romero Sebastián, Juan Antonio. Agencia Industrial del Estado.
Romo Vega, Raquel. Fla Money Broker.
Ruiz Carrillo, Didac. Caja de Ahorros de Sabadell.
Ruiz Melgar, Miguel Ángel. All Trading Brokers Europe.
Ruiz Ortega, José Luis. Banco Popular Español.
Ruiz, Rocío. Probanca Servicios Financieros.

Salas Pérez, Jorge. Banco Atlántico.
Sánchez Sánchez, Manuel. Banco Gallego.
Sánchez, Diego. Banco Bilbao Vizcaya.
Santamaría, María. Corretajes e Información Monetaria.
Sanz Ferrer, Ricardo. Banco Español de Crédito.
Sanz Gómez, Concepción. Banco Español de Crédito.
Sanz Sesma, Miguel. Gobierno de Navarra.
Schwarz, Edmundo. Unión de Bancos Suizos.
Segura Bas, Joaquín. Gescazar.
Serrahima, Patricia. Gesmosa.
Serrano Seiz, Ana del Mar. Banque Paribas.
Solé Molina, Josep. Banco Pequeña y Mediana Empresa.
Suárez Llorente, Baltasar. Caja de Ahorros de Asturias.
Sust, Luis. Corretajes e Información Monetaria.

Tamayo Salaberría, Carlos. Caja de Ahorros de Guipúzcoa-San Sebastián.
Thorn, Gaston. Banco Internacional de Luxemburgo.
Toloza Larice, Sonia. Banco Santander.
Torres Gestal, Álvaro. Banco Pastor.
Torres Robert, Eudald. Caja de Ahorros de Tarragona.

Urriza Chocarro, Antonio. Caja de Ahorros de Navarra.
Urrutia, Juan. Banco Bilbao Vizcaya.
Utrera Infantes, Luis Fernando. Banco Español de Crédito.

Valcárcel, César. Interdin.
Valenzuela Aranda, José. Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla.
Valle, Victorio. Fundacion FIES.
Vallejo, Enrique. Gesmosa.
Vanlerenberghe, Pierre. Comisión del Plan de Desarrollo Francés.
Vázquez Sacristán, María Victoria. Caja de Ahorros de Vigo.
Vegazo, Ana. Corretajes e Información Monetaria.
Vilamitjana, José María. Caja de Ahorros de Pensiones de Barcelona.

Yoldi, Joaquín. Corredor de Comercio.

Zarranz Herrera, Juan Pedro. Enresa.

LIBRO VERDE SOBRE LAS MODALIDADES DE TRANSICIÓN A LA MONEDA ÚNICA (31 de mayo de 1995)

PREFACIO

Europa tendrá una moneda única

Antes de que concluya el presente siglo, la Unión Europea contará con una moneda única fuerte y estable. Así lo han decidido sus pueblos y sus dirigentes, al firmar y ratificar posteriormente el Tratado de la Unión Europea.

La transición es una operación cuya complejidad e importancia política exigen una atención y preparación extremas. El 1 de enero de 1994 comenzó la segunda etapa de la Unión Económica y Monetaria, período que, a tenor de lo dispuesto en el Tratado, se consagra a los preparativos que llevarán a la fijación final e irrevocable de los tipos de cambio, que debe tener lugar no más tarde del 1 de enero de 1999.

Sin embargo, el Tratado se limita a prever que, tras la fijación irrevocable de los tipos de cambio, se procederá a una rápida introducción del ecu (1) en calidad de moneda única; y no se define específicamente acerca de la metodología aplicable a tal proceso. El presente Libro Verde trata de contribuir al debate sobre la mejor manera de conseguir el objetivo.

Los criterios de convergencia serán de primerísima importancia

Bien es cierto que los aspectos técnicos deben ser conocidos y apreciados en su justa medida; sin embargo, ello no debilita en modo alguno la fundamental importancia de la convergencia económica, elemento axial del Tratado y condición indispensable para una moneda única sólida y estable, al menos tan fuerte como la moneda nacional más fuerte. El Tratado ha previsto cuatro criterios para juzgar tal convergencia; y uno de ellos —el relativo a las finanzas públicas— se centra tanto en los déficit presupuestarios como en la deuda pública.

Además de ser los indicadores clave de la solidez de la gestión económica, los cuatro criterios constituyen la base objetiva de una decisión política. Así, es esencial que se cumplan estricta y plenamente, tanto antes como después del paso a la moneda única.

El Tratado prevé tanto procedimientos para garantizar el respeto de los criterios, como sanciones para aquellos que no los reúnan. Se trata de la única vía de cimentar sólidamente la Unión Monetaria y de garantizar su estabilidad. Es asimismo la única manera de proporcionar a Europa el entorno macroeconómico estable imprescindible para un crecimiento más rápido y una mayor creación de empleo.

Los últimos dos años han presenciado un progreso estable hacia el cumplimiento de los criterios; fundamentalmente, se han reducido las diferencias de inflación y tipos de interés entre los Estados miembros. Sin embargo, aún no se ha llegado a un avance satisfactorio hacia la convergencia, particularmente en el ámbito de las finanzas públicas: los Estados miembros han de redoblar sus esfuerzos en tal frente.

Relaciones entre la Unión Monetaria y los Estados miembros no participantes

No todos los países presentan el suficiente progreso hacia la convergencia en los plazos previstos. El Tratado, que prevé claramente tal posibilidad, permite que los Estados miembros avancen hacia la Unión Monetaria a ritmos de integración diferentes. Los Estados que no se hallen en el primer grupo se verán constantemente alentados a continuar con sus esfuerzos para cumplir las condiciones necesarias, en su calidad de participantes en el Consejo de Ministros de Economía y Hacienda, y del Consejo General del Banco Central Europeo.

Además, dos de los Estados miembros disponen de una cláusula de excepción, lo que les permite decidir independientemente su voluntad de participar en la Unión Monetaria.

Un aspecto que debe aclararse lo antes posible, es la futura relación entre los Estados miembros participantes y no participantes. Debe estudiarse el medio de salvaguardar el mercado único durante la etapa de transición. La estabilidad habrá de ser garantizada dentro de las relaciones entre las monedas de ambos grupos, y es preciso igualmente profundizar en el análisis de los mecanismos que serán necesarios tras el inicio de la tercera etapa.

Cómo pasar a la moneda única

El presente Libro Verde no trata de responder a los interrogantes «¿quién?» y «¿cuándo?» en torno a la Unión Monetaria. Sólo el Consejo Europeo podrá contestar a estas cuestiones, que serán resueltas en su debido momento. No obstante, cuando llegue el momento de que los Jefes de Estado y de Gobierno decidan pasar a la moneda única, deberán estar seguros de que puede darse una respuesta adecuada a la pregunta «¿cómo?».

La búsqueda de las respuestas correctas ha sido —y sigue siéndolo— un proceso continuado, que comenzó hace muchos años y que se ha acelerado gracias a las amplísimas consultas de los meses recientes. Tales consultas continuarán celebrándose durante algún tiempo, con todos aquellos directamente interesados en los aspectos aún por resolver. El Libro Verde representa un paso muy importante dentro de un proceso; pero no deja de ser sólo uno de los pasos.

(1) La palabra «ecu» se utiliza en el presente documento tal y como aparece en el Tratado. En el contexto de la aceptación pública de la moneda única, es importante que el problema de su denominación no se convierta en un obstáculo para los preparativos técnicos. En caso necesario, ello requiere un debate de carácter político.

En su elaboración, la Comisión ha tratado de evitar la tentación de exagerar o subestimar los obstáculos. El primer caso daría una sensación de desamparo o de divisiones internas, y el segundo podría haber desembocado en una exposición seca y concisa, imperativa hasta en los últimos pormenores, sobre materias entre las que hay aspectos claramente necesitados de mayor reflexión. Así, muchos detalles se han dejado abiertos en cierta medida, y su solución queda para el momento adecuado. Todos estos aspectos deberán ser ponderados, prestando especial atención a impedir distorsiones entre bancos, centros financieros y países.

Tres ambiciones del Libro Verde

El Libro Verde trata de contribuir en los aspectos enumerados a continuación.

— Reducir la incertidumbre, ante todo y esencialmente en torno a los costes generales de la transición. Pueden contemplarse diferentes modelos, y cada uno de ellos presentará ventajas e inconvenientes; han de ser juzgados utilizando criterios que pueden incluso llegar a ser contradictorios: aceptación pública, eficiencia, flexibilidad, pragmatismo, respeto del Tratado y credibilidad del proceso. Sin ofrecer una respuesta ideal y definitiva, el Libro Verde presenta un modelo de referencia, junto con los oportunos detalles del marco legal necesario.

— Hacer que los principales operadores cobren conciencia de la tarea que hay que realizar. El Libro Verde enumera las cuestiones técnicas pendientes.

— Ganar, en cada etapa del proceso, la aceptación y apoyo del público, sin los cuales no será posible el éxito de la operación. El Libro Verde esboza un enfoque preliminar a la definición de estrategias de comunicación, y subraya la necesidad de llevar a cabo una planificación mucho más profunda. Es preciso un impulso común, cuya ejecución descentralizada debería reflejar circunstancias nacionales muy diferentes.

Modelo de referencia en tres etapas

A pesar de la amplitud del contenido del Libro Verde, el modelo de referencia es la parte que despertará mayor interés. Sin entrar en detalles, la transición se divide en tres etapas, caracterizadas por:

— la decisión del Consejo, en su formación de Jefes de Estado y de Gobierno, de lanzar la moneda única;

— tras ello, y como máximo un año después, el comienzo efectivo de la Unión Económica y Monetaria, con la fijación irrevocable de los tipos de cambio. Durante esta etapa, el modelo contempla una «masa crítica» de actividades financieras en moneda única, creada en torno a una sola política monetaria y a la emisión de nueva deuda pública; son éstas las dos señales que están aguardando los mercados;

— finalización de la transición, como máximo tres años después, con la introducción de billetes y monedas y la transición de otros sistemas de pagos.

En opinión de la Comisión, el modelo de «masa crítica» ofrece en esta fase el medio más equilibrado de satisfacer los diversos requisitos para la correcta transición antes mencionada.

Todas las instituciones participarán en el proceso

El presente Libro Verde contribuye a la aplicación del Tratado; pero no se trata del final de un proceso que transformará la vida de todos los europeos. Será preciso que entren en juego todas las instituciones, en función de sus competencias respectivas. La cooperación es absolutamente imprescindible, y debe ser constructiva.

Se da una importancia de primer orden al Instituto Monetario Europeo. Sobre él recae, en particular, la responsabilidad exclusiva de la creación de los billetes europeos y de los futuros instrumentos de política monetaria; será asimismo responsable de la preparación para las futuras competencias del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Por su parte, el Consejo tiene una función clave: habrá de adoptar la decisión final sobre el conjunto de medidas necesarias para la rápida introducción de la moneda única.

En su condición de única institución comunitaria directamente elegida por los ciudadanos, el Parlamento Europeo deberá involucrarse plenamente en el proceso. El Parlamento está especialmente bien situado para desempeñar una crucial función de acercamiento de la moneda única a los ciudadanos.

Los Estados miembros tienen tareas vitales que acometer en numerosas áreas, como son las campañas de comunicación, la adaptación de la legislación, y la garantía de que sus administraciones —en particular las responsables de la fiscalidad— efectúan los necesarios preparativos técnicos. La tarea será larga, y convendría ponerse a ello lo antes posible.

Conclusión

Para la opinión pública, la credibilidad de la UEM ha sido claramente dañada por la recesión y las perturbaciones del mercado de divisas en los últimos tres años. Las encuestas de opinión indican que aún se mantiene una corta mayoría en favor de la moneda única, pero la situación varía ampliamente entre los países.

Con todo, la necesidad de una moneda única fuerte y estable se presenta hoy con más fuerza que nunca. La Comisión está absolutamente persuadida de ello, y los últimos acontecimientos han servido únicamente para reforzar esta convicción.

Ha llegado el momento de adoptar medidas concretas para alcanzar los objetivos establecidos en el Tratado. Al publicar el presente Libro Verde, la Comisión está desempeñando su papel y lanzando una llamada a todos los principales afectados: instituciones, gobiernos, sector privado. Cuanto antes converjan las economías de los Estados miembros, antes se disolverán las dudas. Cuanto antes comiencen los bancos y empresas a prepararse, mayores serán los beneficios que reciban; la lección, aquí, es exactamente igual que en el caso del mercado único.

Al mismo tiempo, surge la necesidad de explicar a los ciudadanos europeos el valor real de su nuevo dinero, y de convencerles de que se trata de un factor de estabilidad, crecimiento y futuro bienestar de todo nuestro continente. Ello precisará un esfuerzo de comunicación simple, continuo y transparente.

ÍNDICE

Introducción

Primera parte: Un modelo para la transición

Capítulo I: Exigencias a la hora de elaborar el modelo

1. Viabilidad
2. Respeto del Tratado y credibilidad del proceso
3. Sencillez, flexibilidad y menor coste posible
4. Otros modelos

Capítulo II: Modelo de referencia para el paso a la moneda única

1. Etapa A: puesta en marcha de la Unión Económica y Monetaria (UEM)
2. Etapa B: inicio efectivo de la Unión Monetaria y formación de una masa crítica de operaciones en ecus
3. Etapa C: generalización de la moneda única

Segunda parte: Papel de los diferentes agentes

Capítulo I: Sector bancario y financiero

1. Sector bancario
2. Sistemas de pago
3. Mercados financieros

Capítulo II: Administraciones públicas

1. Las administraciones públicas, líderes y catalizadoras del cambio
2. Instituciones comunitarias
3. Administraciones nacionales

Capítulo III: Empresas

1. Determinación de una estrategia de transición a la moneda única: una decisión capital para las empresas
2. Implicaciones de la moneda única para las empresas

Capítulo IV: Consumidores

1. Preparación de los consumidores al cambio
2. Consecuencias prácticas para los consumidores
3. Protección de los consumidores

Tercera parte: Marco jurídico del ecu

1. El ecu y las denominaciones nacionales en la Etapa B
2. Curso legal
3. Continuidad de los contratos
4. El problema del redondeo
5. Aspectos jurídicos de los billetes de banco

Cuarta parte: Campañas de comunicación

Capítulo I: Dos objetivos prioritarios: obtener el apoyo del público y fomentar los preparativos técnicos

Capítulo II: El desafío de la comunicación

1. Dudas y falta de información
2. Un apoyo desigual

Capítulo III: Determinación de una estrategia de comunicación

1. Del Libro Verde al comienzo de la Etapa A
2. Tras el comienzo de la Etapa A
3. Organización

Capítulo IV: Seguimiento del Libro Verde

Resumen de las conclusiones prácticas

INTRODUCCIÓN

1. Antes de que concluya el presente siglo, la Unión Europea contará con una moneda única fuerte y estable. Así lo han decidido sus pueblos y sus dirigentes, al firmar y ratificar posteriormente el Tratado de la Unión Europea.

La Unión Económica y Monetaria constituye el compromiso axial de este Tratado, que se propone consolidar la paz y la prosperidad, objetivos prioritarios de la construcción de Europa.

Hoy día, cuando los intercambios comerciales entre Estados miembros ascienden al 60 por 100 de su comercio total, la realización del mercado único y la liberalización de los movimientos de capitales demandan un complemento lógico y esencial: la moneda única.

Durante los últimos años, el crecimiento inaceptable del desempleo, los problemas creados por la recesión económica, las fluctuaciones excesivas o injustificadas de los mercados cambiarios y de capitales han enmascarado los progresos realizados en la instauración de la Unión Económica y Monetaria de Europa. La inquietud se ha apoderado de ciertos sectores de la opinión pública. En los medios económicos y financieros, la oportunidad, credibilidad y viabilidad de la moneda única se han puesto en entredicho.

La Unión se habría defendido mejor ante estos problemas de haber existido la moneda única. Esta convicción se va generalizando y refuerza la determinación de los Estados miembros de respetar su compromiso de aplicar el Tratado de la Unión Europea: en adelante debe abrirse camino entre la opinión pública europea.

La moneda única no se decreta. Europa tiene un profundo apego a los fundamentos de la democracia: un progreso de esta envergadura histórica tienen que desearlo sus ciudadanos. Las instituciones europeas deben garantizar la apertura y la transparencia que requiere este cambio, que nos afectará a todos en nuestra vida cotidiana.

He ahí el objetivo del Libro Verde de la Comisión Europea sobre la transición a la moneda única: contribuir a que los

europeos aprecien su moneda y participen plenamente en su instauración.

Este planteamiento suscita tres series de preguntas:

— ¿Cómo se justifica la moneda única? ¿Qué ventajas aportará a los europeos? ¿Cuáles pueden ser sus temores?

— ¿Cuáles son las disposiciones del Tratado para llevar a cabo la Unión Económica y Monetaria?

— ¿Por qué es hoy necesario el Libro Verde? ¿Cuál puede ser su utilidad real? ¿Qué preguntas —y respuestas— encontrarán en él los ciudadanos de la Unión, las empresas, los bancos, las administraciones y todos los agentes involucrados en el paso a la moneda única?

Sección 1

La moneda única, un factor de estabilidad y prosperidad

2. La creciente integración de las economías europeas empuja a una mayor coordinación monetaria, en una situación caracterizada por la desaparición del sistema de cambios fijos y la globalización de la economía mundial.

La instauración del Sistema Monetario Europeo ha supuesto el primer paso en esta dirección, pero las fluctuaciones monetarias de los últimos años han puesto de relieve la necesidad de ir más lejos en esta vía.

Sólo la moneda única y la estabilidad que conlleva podrán aportar a los europeos las numerosas ventajas concretas que se exponen a continuación:

— el mercado único instaurado de esta suerte será más eficaz;

— se fomentarán el crecimiento y el empleo;

— los costes añadidos vinculados a la existencia de varias monedas desaparecerán;

— se reforzará la estabilidad internacional;

— se consolidará la soberanía monetaria común de los Estados miembros.

Un complemento esencial del mercado único

3. Para que el mercado único funcione de manera satisfactoria, hay que evitar que las variaciones del tipo de cambio perturben los intercambios comerciales o las inversiones, al modificar su rentabilidad de forma imprevisible. Una variación del tipo de cambio, por reducida que sea, puede modificar sustancialmente el equilibrio de los contratos entre dos empresas europeas, afectando al propio tiempo a la riqueza relativa de los ciudadanos y al poder adquisitivo de los consumidores. Tan sólo la moneda única, instaurada en el mayor número posible de Estados miembros puede proteger a empresas y particulares de estos avatares.

Permitirá asimismo, por vez primera, que pueda procederse a una comparación real de los precios de los bienes y servicios allende las fronteras, lo que beneficiará tanto a los consumidores como a las empresas, merced a la intensificación de la competencia y al fomento de los intercambios en el mercado único.

Un estímulo para el crecimiento y el empleo

4. La moneda única constituirá un acicate para el crecimiento y el empleo por dos motivos:

— porque se inscribe en un marco económico sólido, en el que se contendrán los déficit públicos y se garantizará la estabilidad de los precios, situación que propiciará el desarrollo de los intercambios, mejorará la asignación de los recursos, alentará un incremento del ahorro, reforzará el crecimiento y, por último, creará más empleo, mejorando al propio tiempo el nivel de vida;

— porque el Banco Central Europeo dispondrá de los medios necesarios para cumplir con su misión fundamental, es decir, preservar la estabilidad de los precios y de la moneda en Europa. La claridad de este objetivo, el estatuto independiente del Banco Central Europeo y su solidez suscitarán la confianza de los mercados, lo que podría conducir, sobre todo a largo plazo, a una baja de los tipos de interés, hecho que beneficiaría en particular a las PYME.

Un factor de ahorro

5. Los costes de transacción (gastos sobre las operaciones de cambio o de cobertura del riesgo de cambio) desaparecerán por completo en el interior de la Unión Europea. Estos costes no son nada desdeñables: se calcula que representan entre el 0,3 y el 0,4 por 100 del Producto Interior Bruto de la Unión, esto es, entre 20.000 y 25.000 millones de ecus anuales.

Afectan a todo el mundo. Por ejemplo: un particular sale de su país con 1.000 marcos, francos, libras o cualquier otra moneda europea en el bolsillo y visita todos los Estados de la Unión. En cada frontera, cambia su dinero en la divisa del país en que entra. De vuelta a su país y sin haber realizado compra alguna, le quedarán menos de 500 marcos, francos, libras o cualquier otra moneda europea.

Un factor de estabilidad internacional

6. La Unión Europea es la primera potencia comercial del mundo. Su moneda se convertirá, como es natural, en una de las principales monedas de intercambio y de reserva, en pie de igualdad con el dólar o el yen.

A largo plazo, los europeos podrán abonar en su moneda propia cada vez más importaciones de terceros países. Las empresas europeas podrán exportar cada vez más productos facturándolos en su moneda. De esta forma, podrán calcular con seguridad la rentabilidad de sus planes, protegiendo así el empleo.

Con una moneda de estatuto internacional reconocido, Europa estará en mejores condiciones para buscar con sus socios norteamericanos y japoneses una mayor estabilidad del sistema monetario internacional.

Refuerzo de la soberanía monetaria común

7. Para algunos, el paso a la moneda única significa la pérdida de la soberanía monetaria nacional. Pero ¿de qué margen de independencia disponen realmente las políti-

cas monetarias actuales? En una situación caracterizada por la interdependencia de las economías y la libertad de movimiento de capitales, la aplicación de una política monetaria autónoma ha dejado de ser una opción plausible. De hecho, los Estados miembros perderán una prerrogativa que, en la práctica, no pueden utilizar. Al gestionar de forma colectiva la política monetaria de la UEM, los bancos centrales participantes ejercerán una soberanía monetaria común de nuevo cuño: se tratará de una responsabilidad compartida, pero efectiva, sobre la gestión de una de las monedas más fuertes del mundo.

¿Y los temores?

8. Una moneda única conlleva una fijación irreversible de los tipos de cambio. Algunos temen que el tipo de cambio no vuelva a poder utilizarse para superar problemas específicos que se le planteen a su país. No obstante, este instrumento sólo aporta soluciones —a menudo temporales— en casos muy concretos. En la mayoría de los casos, este tipo de problemas se abordan o resuelven mejor por otros medios, que siguen siendo en buena medida responsabilidad de los Estados miembros, como la política presupuestaria o el funcionamiento del mercado de trabajo. Por ello destaca el Tratado la necesidad de un elevado grado de convergencia y el principio de una economía de mercado abierta a la libre competencia. En caso de que surgieran problemas debidos a circunstancias excepcionales, que escaparan al control de los Estados miembros, el Tratado prevé la posibilidad de conceder una ayuda financiera comunitaria, autorizada por el Consejo en determinadas condiciones.

Sección 2

El Tratado de la Unión Europea confiere a la Unión Económica y Monetaria bases sólidas y precisas

9. El Tratado:

— se ha concebido de forma que la moneda única sea una de las más estables a escala mundial;

— crea simultáneamente un polo económico y un polo monetario fuertes y equilibrados;

— establece el objetivo de la moneda única de cara a obtener los mejores resultados posibles;

— fija un calendario realista y preciso para alcanzar dicho objetivo.

La moneda única será una de las monedas más fuertes del mundo

10. Para que la Unión Monetaria resulte creíble y sea sólida, debe agrupar exclusivamente a países con buena gestión económica. Para ello, los Estados miembros se han comprometido a mejorar la situación de sus economías, con objeto de alinearlas con respecto a los países con mejores resultados. Es la noción de convergencia.

Para juzgar si el grado de convergencia resulta suficiente, el Tratado precisa las normas de buena gestión que deben seguirse. Se trata de los criterios de convergencia, que de hecho consisten en principios de política económica equilibrada, tanto en lo que se refiere a la inflación como a los tipos de interés, la estabilidad de los tipos de cambio, los déficit y el endeudamiento públicos.

Para que la moneda única sea sólida, es preciso que estos criterios se cumplan escrupulosamente, no sólo para entrar en la tercera fase, sino también para seguir participando en la Unión Monetaria de manera continuada. El Tratado establece procedimientos que podrían conducir a sanciones financieras y contempla que sean las fuerzas del mercado (y no un apoyo incondicional) las que sirvan de acicate a los Estados miembros que se queden rezagados.

Las instituciones de una Unión Económica y Monetaria

11. La buena gestión de la moneda única debe ser permanente: el respeto de los criterios no constituye sólo una prueba de admisibilidad cara a la adhesión, sino un compromiso de los Estados miembros participantes de mantener una política económica que propicie un crecimiento continuado, que sea positiva para el empleo y para la salvaguardia del poder adquisitivo.

La UEM se asienta sobre dos pilares: un fuerte polo de coordinación de las políticas económicas (el Consejo de ministros de Economía y Finanzas) y una institución monetaria independiente (el SEBC).

El Consejo de ministros de Economía y Finanzas es responsable de la determinación de las orientaciones generales de la política económica y dispone de medios para presionar a los Estados participantes para que respeten sus compromisos en materia presupuestaria. Además, no existe la posibilidad de recibir un apoyo incondicional.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que agrupa a los bancos centrales de los Estados miembros y al Banco Central Europeo (BCE), es independiente. No puede recibir instrucciones de los Estados miembros ni de las instituciones europeas. EL BCE determina con entera libertad la política monetaria de la Unión, con el cometido de velar por la estabilidad de los precios.

La moneda única es un objetivo común

12. La moneda única debería hacerse extensiva, tarde o temprano, al conjunto del mercado único. Los nuevos Estados han de atenerse al conjunto de las disposiciones fijadas al respecto, como ha ocurrido con Austria, Finlandia y Suecia.

En el momento de la transición a la UEM, no todos los Estados miembros habrán alcanzado el grado necesario de convergencia, por lo que el Tratado prevé diferentes ritmos de integración. Los Estados que no cumplan desde un principio los requisitos exigidos participarán plenamente en todos los procedimientos (vigilancia multilateral, déficit excesivo) encaminados a facilitar su futura adhesión. Los gobernadores de sus bancos centrales serán miembros del Consejo General del Banco Central Europeo. Los Estados miembros que se acojan a una excepción se plantearán su política económica y monetaria como una cuestión de interés común dentro de las instancias competentes de la Unión, pero no participarán en las decisiones sobre la gestión propiamente dicha de la moneda única.

Al firmar el Tratado, el Reino Unido y Dinamarca desearon reservarse la posibilidad de no participar en la Unión

Monetaria y posteriormente Dinamarca notificó su decisión de no participar en el proceso. Los demás signatarios convinieron en acordarles esta excepción («opting out»), lo que permitió la ratificación del Tratado por estos dos miembros de la Unión, que suscribieron así todas sus disposiciones, incluido el Protocolo núm. 10, en virtud del cual los Estados miembros se comprometen a no oponerse al paso a la moneda única.

El Tratado prevé un calendario preciso y realista

13. El 1 de enero de 1994 dio comienzo la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria. Desde entonces, el Consejo ECOFIN dispone de nuevos instrumentos para favorecer la convergencia:

— cada año adopta, en primavera, las orientaciones generales de política económica, que fijan los objetivos comunes en términos de inflación, finanzas públicas, estabilidad de los precios y empleo;

— debate la política económica de los Estados miembros, basándose en los programas nacionales de convergencia (en los que cada país decide una estrategia plurianual para alcanzar los criterios lo antes posible) y en el informe de la Comisión sobre el grado de convergencia alcanzado;

— decide qué países adolecen de un déficit excesivo y recomienda a cada uno de dichos Estados las medidas que debe adoptar para subsanar esa situación. Si no se siguen tales recomendaciones, el Consejo puede optar por publicarlas, medida cuyos efectos políticos y sobre el mercado pueden ser considerables.

En 1994 se produjo asimismo la creación del Instituto Monetario Europeo. El IME, que es el precursor del Banco Central Europeo, debe reforzar la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de las políticas monetarias nacionales. Debe llevar a cabo los preparativos necesarios para la instauración del SEBC, la gestión de la política monetaria única y la creación de la moneda única durante la tercera fase de la UEM, incluida la preparación de los billetes de banco. En todos estos ámbitos se han registrado ya importantes adelantos.

A finales de 1996, el Consejo Europeo, que agrupa a los jefes de Estado y de Gobierno, decidirá si la mayoría de los Estados miembros cumple con los requisitos para entrar en la Unión Monetaria. Esta decisión se tomará por mayoría cualificada. En caso de que sea afirmativa y se considere oportuno pasar a la tercera fase, el Consejo determinará la fecha correspondiente.

Sea como fuere, la tercera fase comenzará el 1 de enero de 1999 a más tardar. En ese momento, los Estados miembros que cumplan con los requisitos efectuarán automáticamente el paso a la moneda única, independientemente de cuál sea su número.

En dicha fecha como muy tarde, la Unión Monetaria se convertirá en un hecho; los tipos de cambio entre las monedas nacionales y respecto al ecu se fijarán de manera irrevocable. El Banco Central Europeo será operativo y se ocupará de la política monetaria única; el ecu será una moneda en sentido propio; el mercado cambiario fijará su valor con respecto a terceras monedas, como el dólar y el yen. He ahí el compromiso suscrito por los Estados miembros y ratificado democráticamente. He ahí el contenido del Tratado de la Unión Europea.

En estas condiciones, ¿qué sentido tiene el Libro Verde?

Sección 3

El Libro Verde reducirá las incertidumbres

14. En menos de cuatro años, la Unión Económica y Monetaria será una realidad. Ha llegado el momento de emprender la última fase de los trabajos preparatorios y de determinar con todos los actores cómo preparar su instauración. No se trata de pronosticar «quién» participará en la moneda única ni «cuándo», sino de precisar el «cómo».

Para ello se requieren estímulos, y no prescripciones.

El Libro Verde adopta un enfoque abierto e interactivo

15. La selección del color verde es el primer indicio simbólico de este planteamiento. El presente Libro Verde se propone establecer la relación de las cuestiones que plantea el paso a la moneda única. No se quiere responder con todo detalle y de manera definitiva a todas las preguntas. Por el contrario, la Comisión desea que este documento se utilice como referencia y base de discusión para todos los socios involucrados por el proceso de transición a la moneda única (Estados miembros, Parlamento Europeo, IME, bancos centrales, bancos, empresas, consumidores y los demás agentes).

Durante las últimas semanas, la Comisión ha realizado consultas intensivas, que le han permitido determinar con mayor precisión sus expectativas y sus limitaciones. Este proceso interactivo debe continuar y ampliarse.

Para sopesar las tensiones a que está sometido el proceso, la Comisión ha querido rodearse de un grupo de expertos independientes presidido por el Sr. Cees Maas, que ha celebrado numerosas audiencias con los círculos profesionales. Las conclusiones provisionales a que ha llegado el grupo en esta fase se publican en el mismo momento que el Libro Verde. Han permitido apreciar mejor la viabilidad técnica del paso a la moneda única.

En este sentido, el Libro Verde combina la presentación precisa de las cuestiones que plantea la introducción de la moneda única con los correspondientes puntos de vista de la Comisión y los aspectos que requerirán consultas más detenidas. Cuando la Comisión formula su opinión, lo hace en pro del funcionamiento armónico del proceso global. Asume la entera responsabilidad de las preferencias que expresa, aunque deba dejarse muy claro que, en estos ámbitos, la discusión y la concertación siguen siendo posibles.

El Libro Verde tiene un triple objetivo

16. *En primer lugar, se propone disipar las incertidumbres que todavía rodean el paso a la moneda única.* La incertidumbre es el primer factor de coste y de riesgo técnico: para que el sector bancario, las administraciones y las empresas preparen las necesarias inversiones, deben

tener cuanto antes garantías sobre varios aspectos de la transición.

Desde el punto de vista político, la inclusión en la agenda del Consejo Europeo de Cannes de las conclusiones del Libro Verde podría ser la ocasión para que los Estados miembros reafirmen su compromiso de respetar el calendario fijado en el Tratado y de contribuir a los preparativos necesarios para permitir que se lleve a la práctica a su debido tiempo.

Los usuarios de la moneda precisan de un modelo de referencia y de garantías jurídicas para emprender los preparativos indispensables. La Primera y la Tercera Parte del Libro Verde tratan de responder a esta expectativa, encontrando el enfoque mejor adaptado en cooperación con las partes interesadas.

17. *En segundo lugar, trata de demostrar la viabilidad técnica del paso a la moneda única.* El Libro Verde quiere presentar los factores clave en el paso a la moneda única con objeto de permitir una discusión abierta al respecto y de hacerlos más comprensibles. En este sentido, constituye una respuesta a las inquietudes manifestadas repetidamente por ciertos representantes del sector privado, con objeto de lograr que la Comisión clarifique en la medida de lo posible las modalidades prácticas de introducción de la moneda única.

18. *En tercer lugar, el Libro Verde fija las posibles líneas maestras de trabajo para favorecer la aceptación por los ciudadanos del paso a la moneda única.* La cuarta parte se dedica a la amplia operación de comunicación que deberá llevarse a cabo para demostrar las ventajas de la moneda única para los ciudadanos europeos y preparar de manera concreta a cada uno de ellos a la transición al ecu. La adopción a su debido tiempo de las medidas técnicas sugeridas debería permitir un paso ordenado y armónico a la moneda única. Una preparación idónea contribuirá a disipar las dudas, en particular en aquellos países en los cuales la solidez de la actual moneda nacional dificulta más la aceptación de este cambio. En efecto, el apoyo de nuestros conciudadanos es crucial para el éxito de la Unión Monetaria.

Todos estos objetivos se reflejan en la estructura del Libro Verde:

— Primera parte: el modelo de la transición.

— Segunda parte: papel de los diferentes agentes.

— Tercera parte: marco jurídico de la moneda única.

— Cuarta parte: comunicación.

PRIMERA PARTE

UN MODELO PARA LA TRANSICIÓN

Capítulo I

EXIGENCIAS A LA HORA DE ELABORAR EL MODELO

19. El Tratado prevé la introducción «rápida» del ecu como moneda única desde el momento mismo de la entrada en la Unión Monetaria, es decir, desde que se fijen de manera irrevocable los tipos de conversión y que el ecu se convierta en una moneda en sentido propio.

Para ello, la Comisión ha elaborado un modelo de referencia que se ajusta a tres requisitos capitales: viabilidad; respeto del marco jurídico y credibilidad del proceso; sencillez, flexibilidad y menor coste posible.

Sección 1

Viabilidad

20. La transición más satisfactoria por muchos conceptos habría consistido en que todos los sectores pasarán a la moneda única de una sola vez, desde el principio de la tercera fase. Es el llamado enfoque del «*big bang* inmediato».

No obstante, se descubrió que los problemas que conlleva esta opción son insolubles. De alguna manera, los redactores del Tratado se habían anticipado a esta constatación, al calificar la transición de «rápida», y no de «inmediata». Los problemas mencionados son de dos índoles:

— *Necesidad de preparación.* El paso a la moneda única afectará a la vida cotidiana de cientos de millones de consumidores y ciudadanos, al funcionamiento de decenas de millones de empresas, especialmente a efectos contables (véase la Segunda Parte), así como al conjunto de las administraciones, financieras o no. La experiencia revela que el éxito completo de la transición depende de que se emprenda con la suficiente antelación una campaña de información exhaustiva, que durará varios años (véase la Cuarta Parte).

— *Plazos técnicos.* Las actuales previsiones del IME en lo que concierne a los billetes de banco cifran el plazo de fabricación en unos tres años, una vez se conozcan sus características técnicas. Los directores nacionales de las fábricas de moneda han realizado una estimación similar para las monedas.

Los bancos han previsto asimismo que el plazo para una completa adaptación de sus sistemas de gestión e información sería de varios años. Los operadores de cajeros automáticos estiman que la adaptación de su parque de aparatos duraría aproximadamente lo mismo.

Hoy no cabe ya duda de que antes de la decisión del Consejo de pasar a la UEM no podrán haberse emprendido todos los preparativos necesarios en el conjunto de los sectores. El paso completo a la moneda única no podrá por lo tanto efectuarse desde el primer día de la tercera fase.

Sección 2

Respeto del Tratado y credibilidad del proceso

21. La referencia explícita en el Tratado al ecu como moneda en sentido propio y la rápida introducción de la moneda única supone, desde el punto de vista de la Comisión, que un número suficiente de actividades debería haber efectuado el paso a la moneda única al principio de la tercera fase.

Este punto de vista lo comparten los agentes de los mercados financieros, que consideran que la voluntad política

de las autoridades debería traducirse en decisiones técnicas que corrieran parejas con la fijación irrevocable de las paridades. Esto ha hecho que la Comisión considere que:

— el Banco Central Europeo y el Sistema Europeo de Bancos Centrales deberían llevar a cabo su política monetaria y cambiaria en moneda única;

— los gobiernos deberían organizar el paso de las emisiones de su deuda pública en moneda única lo antes posible, teniendo en cuenta las imposiciones técnicas que determina el mercado.

Ambas iniciativas reflejan con fidelidad el equilibrio entre disposiciones monetarias y económicas que se da en el Tratado. Se trata de muestras complementarias de la determinación conjunta de las autoridades políticas y monetarias. La ausencia de una de las dos podría afectar a la credibilidad del proceso.

Una de las consecuencias posibles de estas inquietudes sería una marcada preferencia de los inversores por los títulos denominados en la moneda nacional que mejor reputación de estabilidad tuvieran antes de la Unión Monetaria, y ello a pesar de la nueva situación, caracterizada por la inmovilidad absoluta de los tipos de cambio y la igualdad de las condiciones de refinanciación. En caso de que se produjera esta deriva, comportaría graves riesgos para la evolución relativa de los tipos a largo plazo y de los centros financieros de la zona de moneda única.

Sección 3

Sencillez, flexibilidad y menor coste posible

22. La solución de los problemas técnicos que plantea la transición a la moneda única no debe engendrar complicaciones baldías, incomprensibles y costosas para la vida de los ciudadanos, los consumidores o las empresas. La experiencia revela que el éxito depende de la opción por un proceso sencillo y transparente para la mayoría.

Esto significa en particular que la adaptación de los medios de pago (monedas y billetes, cheques, tarjetas, giros, títulos de pago) debe efectuarse de manera ordenada y sencilla.

El imperativo de la sencillez no debe sin embargo propiciar la adopción de un enfoque demasiado uniforme. Es necesaria cierta flexibilidad, por ejemplo:

— *cuando las situaciones en que se encuentran los componentes de una categoría de agentes son muy heterogéneas.* Esto ocurre en particular en el caso de las empresas. La mayoría de ellas desearía sin duda adaptarse de manera progresiva a la moneda única, pero aquellas que tienen estrechos vínculos con el comercio intraeuropeo podrían estar interesadas por realizar inmediatamente la adaptación de sus tesorerías. Son muchos los grupos internacionales que ya han adoptado la cesta del ecu como unidad de gestión interna;

— *cuando es posible y conveniente dejar que actúe el libre juego de la competencia y del mercado,* en especial en lo que concierne a los servicios que los bancos prestarían a sus clientes privados antes del paso generalizado a la moneda única.

Sección 4

Otros modelos

23. Se han propuesto otros modelos, pero la Comisión considera que no se ajustan en la misma medida a los requisitos citados. En este sentido, un modelo centrado exclusivamente en la demanda podría crear una mayor complejidad y acarrearía mayores costes, en particular en el sector bancario.

24. Una transición general retrasada presentaría la mayoría de las ventajas de una transición inmediata, especialmente en lo que atañe a los criterios de sencillez y de menor coste posible. El conjunto de los agentes y de los bancos, sobre todo los más pequeños, se encontraría en situación de igualdad y quedaría descartado cualquier riesgo de contabilidad doble, razón por la cual este modelo sigue teniendo partidarios y sigue sometido a debate.

No obstante, cabe hacer varias observaciones generales acerca de este modelo:

— a priori no es compatible con las disposiciones del Tratado en favor de una introducción rápida del ecu;

— no garantiza la credibilidad inicial del proceso, vinculada a una utilización amplia del ecu en el sector bancario y financiero;

— retrasa la solución de los problemas de aceptación y familiarización del público con la moneda única.

Por ello ha preferido la Comisión, frente a otras posibles opciones, concentrarse de momento en un modelo de referencia que, a su juicio, responde mejor a los requisitos mencionados.

Capítulo II

MODELO DE REFERENCIA PARA EL PASO A LA MONEDA ÚNICA

25. La secuencia propuesta por la Comisión en el presente capítulo constituye un modelo de referencia para el debate y la clarificación. Es un elemento decisivo de las modalidades prácticas del paso a la moneda única. Debe ser el instrumento reductor de incertidumbres que requieren los agentes para adoptar las decisiones de inversión indispensables para el desarrollo armónico de la transición. La Comisión no tiene la intención de imponer una solución rígida, sino de poner a punto con las partes interesadas la fórmula más idónea, respetando siempre sus respectivas competencias.

El modelo debe ser lo más *corto* posible, para reducir los riesgos de confusión que mermarían la credibilidad del proceso y la determinación de los agentes de llevarlo a buen puerto. Debe atenerse a varias *etapas* bien definidas y que conlleven progresos significativos. Debe reducir en lo posible los *costes* de la transición, realizando cambios definitivos. Por último, debe dar al público *confianza* en el proceso y permitirle acostumbrarse a la moneda única.

26. El modelo de referencia se articula en tres etapas fieles a la letra, el espíritu y la lógica del Tratado:

— la puesta en marcha de la Unión Económica y Monetaria (Etapa A);

— el inicio efectivo de la Unión Monetaria y la formación de una masa crítica de operaciones en ecus (Etapa B);

— la generalización de la moneda única (Etapa C).

Su aplicación práctica se vería facilitada si las medidas previstas en cada una de las etapas se adoptaran, a ser posible, con antelación, de modo que será a las autoridades públicas concernidas (Consejo, Comisión, Instituto Monetario Europeo/Banco Central Europeo, Estados miembros) a quienes corresponda dar cuanto antes a los agentes garantías inequívocas, para convencerles de la inminencia del proceso de la UEM.

Sección 1

Etapa A: puesta en marcha de la Unión Económica y Monetaria (UEM)

27. El comienzo de la Etapa A vendrá señalado por la decisión del Consejo de entrar en la Unión Monetaria de conformidad con el procedimiento establecido en el Tratado (artículos 109J y 109L). Esta etapa debe servir para tomar las medidas y decisiones adecuadas para entrar en la Etapa B de la UEM. Uno de los elementos capitales es la creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE), con el nombramiento de los órganos directivos del BCE. En colaboración con el sector bancario y financiero, el conglomerado SEBC/BCE empezaría a introducir los instrumentos operativos para el desarrollo de la política monetaria y de cambio único en ecus al principio de la etapa siguiente. Según las actuales previsiones, estos preparativos deberían estar ultimados en un plazo máximo de doce meses.

28. Para crear una dinámica irreversible, el Consejo debería anunciar la fecha límite de introducción de la moneda única (a más tardar cuatro años después del comienzo de la Etapa A) como parte integrante de la decisión de entrar en la Unión Monetaria.

29. Además, la Comisión considera que al comienzo de la Etapa A debería adoptarse la serie de medidas que se indican a continuación:

— adopción de un *marco jurídico* que permita la introducción de la moneda única al comienzo de la Etapa B. Esta medida se referiría en particular a las condiciones de utilización de la nueva moneda en cada sector y sus relaciones con las monedas nacionales; la continuidad de los contratos y obligaciones legales; la legislación que habilitará a las administraciones financieras y fiscales a percibir pagos en ecus al principio de la Etapa B;

— *determinación de las características y especificaciones técnicas de las monedas y billetes de banco en ecus,* de forma que los cajeros automáticos y los sistemas informáticos puedan prepararse para llevar a cabo los ajustes necesarios; las autoridades competentes deberían tomar la decisión relativa al comienzo de la fabricación de monedas y billetes de banco.

— creación en cada país de una *estructura nacional de supervisión* del paso a la moneda única, que agrupe al conjunto de los agentes interesados (administración, banco central, sector privado, consumidores). Este organismo se encargaría de la elaboración de un *programa de adaptación* de los servicios públicos nacionales y locales. A escala comunitaria se articularía una coordinación adecuada;

— fijación en cada país, por parte de la comunidad bancaria y financiera, del ritmo y el contenido de las etapas de adaptación técnica de sus miembros, por ejemplo en forma de programa de cambio, en el que se establecerían las condiciones materiales de la transición de determinados instrumentos técnicos (mercados de capitales y sus infraestructuras —cotización, liquidación, entrega, conservación—, sistemas de pago al por mayor).

Este conjunto de medidas debería prepararse con la suficiente antelación. Sería conveniente que algunas de ellas se adoptaran antes del comienzo de la Etapa A. A lo largo de toda la etapa, los agentes privados podrían iniciar o proseguir, con carácter voluntario, sus preparativos de cara al paso a la moneda única.

Sección 2

Etapa B: inicio efectivo de la Unión Monetaria y formación de una masa crítica de operaciones en ecus

30. De conformidad con el Tratado, la Etapa B comienza por la fijación irrevocable por el Consejo de los tipos de conversión de las monedas participantes y por la asunción por el SEBC de la política monetaria única. El ecu deja de estar definido por una cesta de monedas y se convierte en moneda en sentido propio, de la que cada moneda nacional participante se convierte en un sustituto perfecto en su respectivo territorio, con otro nombre. La fijación de los tipos de conversión no modifica por sí misma el valor externo del ecu. La equivalencia del ecu-cesta con el ecu-moneda se fija en 1 por 1. Los mercados cambiarios oficiales de las monedas nacionales que participan en el UEM desaparecen por completo.

31. Esta etapa marca la entrada en vigor de la tercera fase de la UEM y duraría un máximo de tres años. Para garantizar la credibilidad e irreversibilidad del proceso, la Comisión considera que es conveniente poner a punto una rápida dinámica de introducción de la moneda única, mediante la formación inmediata de una masa crítica de operaciones en ecus. La aparición de esta masa crítica coincidiría con una transición inicial del sector bancario y financiero, que contaría con un máximo de tres años para preparar y llevar a cabo el cambio del resto de sus operaciones y de los sistemas correspondientes.

32. La delimitación de esta masa crítica —que constituirá el perímetro exacto de la zona de utilización de la moneda única— debería llevarse a cabo en los próximos meses, previa consulta al sector bancario y al IME, órgano responsable de la elaboración del marco general de la política monetaria única. La Comisión desea que esta delimitación sea lo más amplia posible. Debería afectar a la política monetaria y cambiaria única, a los mercados interbancario, monetario, cambiario y de capitales, a las nuevas emisiones de deuda pública y a los sistemas de pago al por mayor:

— La política monetaria y cambiaria en ecu: la Comisión estima que la política monetaria única debería definirse y aplicarse en moneda única desde el principio mismo de esta etapa. El SEBC efectuaría transacciones en ecus con el conjunto de los agentes vinculados a la política monetaria (bancos centrales nacionales y sector bancario). Estas intervenciones afectarían a toda la gama de instrumentos anejos a la política monetaria: refinanciación, operaciones de mercado abierto y, en general, operaciones a corto plazo. Además, y con el mismo espíritu, en el mercado cambiario el SEBC trabajaría exclusivamente en ecu frente a terceras monedas (dólar, yen, etc.). La liquidación de las operaciones vinculadas a la política monetaria se efectuaría a través del sistema TARGET (1), que el IME se ha comprometido a hacer operativo antes de que concluya 1996.

— *Las nuevas emisiones de deuda pública:* sería conveniente que, siempre que sea técnicamente posible, las nuevas emisiones del sector público se realizaran en ecus desde el principio de la Etapa B. Las emisiones, denominadas en moneda única, serían principalmente las destinadas a los inversores institucionales y con los vencimientos posteriores a la Etapa C. Los emisores privados podrían hacer lo propio.

— *Los mercados interbancario, monetario y de capitales:* por mor de su globalización, los mercados vinculados al funcionamiento de la política monetaria deberían operar simultáneamente desde el comienzo de la Etapa B en ecus. La transición se daría preferentemente en los bonos del Tesoro y las obligaciones, así como sus productos derivados. Todos los agentes de estos mercados (bancos, fondos de inversión, empresas de seguros, inversores institucionales, intermediarios), así como sus sistemas anejos (cotización, liquidación, entrega, conservación), operarían en ecus.

— *Los sistemas de liquidación al por mayor:* TARGET y el sistema privado de compensación de la Asociación Bancaria del Ecu (ABE) deberían poder asegurar el tratamiento de los pagos de importes de gran volumen en ecus.

33. La formación de una masa crítica de operaciones en ecus incidiría de manera diferente en cada una de las grandes categorías de agentes. La moneda nacional seguiría siendo la más usada en las relaciones entre los operadores bancarios y la gran mayoría de sus clientes (empresas, consumidores). Sin embargo, un operador privado podría optar por adelantar su paso a la moneda única.

34. El comienzo del paso a la moneda única de los *bancos y entidades financieras* se efectuaría a través de la política monetaria y cambiaria única, las operaciones de mercado y los sistemas de liquidación anejos. La masa crítica estaría conformada básicamente por las actividades de mercado que constituyen una zona homogénea y dotada de su propio sistema de tratamiento.

La transición de los demás sistemas de información y de gestión se llevaría a cabo a lo largo de la Etapa B, de acuerdo con el programa de cambio, siguiendo un procedimiento descentralizado y coordinado entre las autoridades nacionales. La transición de la banca al por menor, que afectaría a importantes volúmenes de transacciones de importe menor se produciría cuando le permitiera la ultimación de los preparativos de los sistemas nacionales de pagos.

35. De acuerdo con el programa de adaptación elaborado por las estructuras nacionales de supervisión en la etapa anterior, las *administraciones* deberían ser pioneras durante la Etapa B. Deberían poderse abonar en ecus determinados impuestos. De una manera más amplia, las principales partidas del gasto público deberían denominarse en ecus, y liquidarse lo antes posible en la moneda única, así como la presentación del presupuesto nacional. Además, las administraciones públicas deberían realizar una labor de información sistemática a los usuarios.

36. En el *sector privado no bancario,* los agentes podrían realizar algunas de sus operaciones en ecus, si su entorno se prestara a ello. En cuanto a las empresas, las que más intercambios comerciales internacionales lleven a cabo optarían rápidamente por una transición de todas sus actividades o de parte de ellas en la Etapa B. Cabe suponer que las demás contarían con menos incentivos para adelantar el paso a la moneda única.

37. Durante la Etapa B, los *consumidores* seguirían utilizando fundamentalmente la moneda nacional, debido a la relativa escasez de los medios de pago en ecus. No obstante, la emulación y la demanda del público podrían conducir rápidamente a ciertos agentes privados a ofrecer servicios en ecus. Esta posibilidad dependería de la capacidad de los correspondientes sistemas de pago a operar en ecus. Se alentarían las iniciativas de información de los ciudadanos, ya fueran públicas o privadas como, por ejemplo, la indicación de los precios en ambas monedas.

Sección 3

Etapa C: generalización de la moneda única

38. Esta etapa se anunciaría en el momento de la puesta en marcha de la UEM (al principio de la Etapa A). Con todo, si el Consejo de los jefes de Estado y de Gobierno así lo decidiera, podría dar comienzo antes de la fecha señalada. Duraría el tiempo preciso para proceder al intercambio de los billetes y las monedas antiguos, es decir, varias semanas. Supondría la conclusión del proceso de introducción de la moneda única, y estaría constituido por los siguientes pasos:

— se cambian los billetes y las monedas;

— el ecu es la única moneda de curso legal;

— se da por concluida la transición de los bancos y del sistema financiero; todos los medios de pago bancarios (giros, cheques, tarjetas electrónicas) se convierten en ecus de conformidad con los sistemas de liquidación nacionales;

— el sector privado no bancario utiliza exclusivamente el ecu en todas sus operaciones.

39. La operación material de cambio debería prepararse cuidadosamente. En determinados casos (reprogramación de las cajas registradoras, de los distribuidores de billetes y de los cajeros automáticos), habría comenzado mucho antes, con la difusión de la información sobre las especificaciones técnicas de las monedas y de los billetes, para garantizar la adaptación de los programas informáticos y de las máquinas. Se llevaría a cabo en un período muy breve —varias semanas—, con objeto de evitar

(1) Véase la sección 2 del capítulo I de la Segunda Parte.

las complicaciones que podría acarrear una doble circulación monetaria prolongada. Las antiguas monedas podrían cambiarse, sin gasto alguno, en los bancos centrales nacionales, en el período legal propio de cada país.

40. Para una conmoción de esta magnitud, que carece además de antecedentes, la Comisión considera que un plazo máximo de cuatro años, desde la puesta en marcha de la UEM (Etapa A) a la generalización de la moneda única (Etapa C), no es a priori excesivo. En cualquier caso, podría resultar más breve. La duración de este plan se debe en buena medida al imperativo de preparación del público y a motivos técnicos (plazos de preparación del sector bancario, de fabricación de las monedas y billetes en ecus, etc.).

41. Es difícil prejuzgar ahora mismo cuánto tiempo será preciso para familiarizar al público con la moneda única y para llevar a cabo la preparación técnica de los agentes pero, siempre que las autoridades adopten las medidas preparatorias antes del comienzo de la Etapa A y que la masa crítica tenga un volumen suficiente, la duración de la Etapa B podría reducirse. Por ello propone la Comisión que los plazos que aparecen en el modelo de referencia se consideren plazos máximos y que las fechas que fije el Consejo sean fechas tope.

42. El grupo independiente de expertos, presidido por el Sr. Cees Maas, cuyos trabajos han constituido una importante contribución a la elaboración del presente documento, propone un modelo de una duración notablemente inferior: un solo año entre el inicio efectivo de la UEM y la generalización de la moneda única, en lugar del plazo máximo de tres años propuesto por la Comisión. Como es obvio, este modelo sólo puede llevarse a la práctica si se decide que la fecha de inicio efectivo sea el 1 de enero de 1999; de hecho, es la fecha que prefiere el grupo. En cambio, si el inicio de la UEM se produjera antes, en 1997 o en 1998 por ejemplo, la duración de la transición debería ser mayor y su contenido más rico, habida cuenta del estado en que se encontrarían los preparativos. En este caso, las diferencias entre ambos modelos se reducen.

SEGUNDA PARTE

PAPEL DE LOS DIFERENTES AGENTES

Capítulo I

SECTOR BANCARIO Y FINANCIERO

43. En este capítulo se abordan en primer lugar las principales características del nuevo marco monetario en el que las entidades bancarias y financieras deberían operar en la Etapa B del plan de referencia.

Se pasa luego revista a los ajustes que los bancos y otras entidades financieras deberían aportar a sus modos de gestión, así como los que deberían hacerse con los sistemas de pago. Se tratan luego las repercusiones de este proceso sobre los mercados financieros.

En la elaboración del presente capítulo se han tenido presentes los trabajos emprendidos en este ámbito por el IME, la Federación Bancaria Europea, la AUME, la ABE y otras asociaciones bancarias, así como, naturalmente, los informes presentados por el grupo de trabajo con mandato de la Comisión y presidido por el Sr. Cees Maas.

Sección 1

Sector bancario

44. La contribución del sector bancario es capital para la introducción del ecu como moneda única, y ello por una sencilla razón: la cuantía de los depósitos bancarios a la

SECUENCIA DE INTRODUCCIÓN DE LA MONEDA ÚNICA

ETAPA A Puesta en marcha de la UEM	**ETAPA B** Inicio efectivo de la UEM	**ETAPA C** Generalización de la moneda única
Al comienzo de la etapa: — Lista de los Estados participantes — Anuncio (o confirmación) de la fecha de inicio de la UEM — Anuncio de la fecha de generalización de la moneda única — Instauración del SEBC y el BCE — Comienzo de la producción de billetes y monedas *Durante la etapa:* — Intensificación de los preparativos y aplicación de las medidas adoptadas antes o, a más tardar, al comienzo de esta etapa: — Marco jurídico — Estructura nacional de supervisión — Programa de cambio	*Al comienzo de la etapa:* — Fijación de los tipos de conversión — El ecu, moneda en sentido propio — Política monetaria y cambiaria en ecus — Mercados interbancario, monetario y de capitales en ecus — Nuevas emisiones de deuda pública en ecus — Sistemas de pago al por mayor correspondientes en ecus *Durante la etapa:* — Continuación del cambio bancario y financiero — Cambio «a la carta» de los agentes no bancarios públicos y privados en la medida en que su entorno se preste a ello	*Al comienzo de la etapa:* — Introducción de las monedas y billetes en ecus — Conclusión de la transición bancaria (sistemas de pago al por menor) — Retirada de las monedas y billetes en moneda nacional — Transición definitiva de los agentes públicos y privados — Uso exclusivo del ecu
1 año como máximo	3 años como máximo	Varias semanas

vista representa una masa monetaria muy superior a la de las monedas y los billetes. No obstante, si la utilización de los billetes y monedas como medios de pago se efectúa de mano en mano, la creciente automatización de los diversos tipos de operaciones bancarias (depósitos, créditos, cambio, títulos, etc.) y de los pagos mediante transferencia, cheque, tarjeta bancaria u otros medios han conducido a los bancos a recurrir a sistemas informatizados cada vez más sofisticados. La sustitución de la moneda nacional por el ecu impone a los bancos la adaptación de todos estos sistemas, de modo que puedan funcionar con ecus. Este ajuste debería hacerse siguiendo un enfoque coordinado en cada centro financiero.

Al adaptar —y modernizar al propio tiempo— sus sistemas informatizados al uso del ecu, los bancos se encontrarán en una situación competitiva ventajosa en los mercados monetario, financiero y cambiario del ecu, cuyo potencial de crecimiento será considerable.

45. Las asociaciones bancarias europeas han indicado que los bancos están dispuestos a acometer la labor de adaptación necesaria, pero que no se deciden a realizar fuertes inversiones sin contar antes con garantías acerca del calendario y la irreversibilidad del proceso conducente a la UEM, el modelo de introducción del ecu y la aplicación de las medidas jurídicas de acompañamiento.

El objetivo principal de este Libro Verde es contribuir a disipar estos temores.

Los bancos y el nuevo marco monetario

46. El Tratado establece que el ecu se convertirá en una moneda en sentido propio desde el comienzo de la Etapa B. Hasta que el ecu sea la única moneda que circule en la UEM, las monedas nacionales participantes seguirán existiendo. Para los bancos, esta situación tiene repercusiones sobre el plano monetario, jurídico y técnico al propio tiempo.

47. *Aspectos monetarios:* mediante la fijación irrevocable de sus tipos de conversión, las monedas participantes, incluido el ecu, se convierten en sustitutos perfectos. Dejan de ser monedas diferentes para convertirse en las diferentes expresiones de una misma y única realidad monetaria. Por consiguiente, las monedas nacionales se convierten, con sus nombres habituales, en perfectos sustitutos del ecu.

Para los bancos, eso significa que:

— cualquier depósito bancario denominado en una moneda nacional tiene, aplicándole los tipos de conversión fijados irrevocablemente, valores correspondientes fijos en ecus y en cada una de las demás denominaciones nacionales;

— la creación de moneda por el sistema bancario en una denominación podría llevarse a cabo, sin correr riesgos asociados al cambio, a partir de activos expresados en otras denominaciones, respetando las relaciones de importes regidas por los tipos de conversión fijos. La conversión de una en otra no pasaría ya por los mercados cambiarios, sino que se haría mediante simple cálculo. El cajero sustituye al cambista;

— al ser fungibles los diferentes componentes de la masa monetaria de la UEM, el SEBC podría recurrir en principio a cualquier denominación, o a todas de manera simultánea, para llevar a la práctica su política monetaria única.

48. *Aspectos legales:* desde un punto de vista jurídico, cada moneda nacional seguirá existiendo mientras la legislación monetaria nacional no deje de establecer que se trata de la moneda nacional del país que la emite, es decir, hasta el momento en que sea sustituida por el ecu como moneda única (véase la Tercera Parte).

Teniendo en cuenta el futuro papel del ecu, sería conveniente que todos los países participantes le concedieran, desde el comienzo de la Etapa B, un estatuto legal, en virtud del cual los residentes de cada país podrán utilizar el ecu al igual que la moneda nacional.

Además, los bancos no deben albergar dudas acerca del hecho de que podrán considerar realmente las monedas participantes y el ecu como denominaciones diferentes, y no como monedas distintas. En este sentido, si los compromisos bancarios en denominación nacional cubiertos por fondos equivalentes en ecus no constituyen una posición abierta en cuanto al cambio en el plano monetario, tampoco deben constituirlo en el plano contable y cautelar. El SEBC deberá ser el garante ante los bancos de la convertibilidad completa y en todo momento de las denominaciones nacionales y del ecu, a sus respectivos tipos de conversión.

49. *Aspectos técnicos:* por último, para que el ecu pueda tratarse materialmente al igual que cada una de las denominaciones nacionales de la recién creada UEM, los bancos deberán adaptar sus sistemas de información y de tratamiento para estar en condiciones de realizar los cambios necesarios.

Los bancos y el modelo de referencia

50. Aunque, hoy por hoy, el grado de preparación varíe de un banco a otro, los plazos deberían ser suficientes para que el conjunto del sistema bancario se adaptara al modelo de referencia, que prevé unos importantes cambios iniciales en el sector bancario.

La política monetaria en ecus

51. La transición del sector bancario se basaría en una política monetaria en ecus que llevaría a los bancos a operar en ecus con el SEBC, el cual velaría por que los bancos fueran tratados en pie de igualdad, fueran cuales fueran sus dimensiones.

Merced a los instrumentos que habría adoptado, el SEBC inyectaría liquidez en el circuito bancario o la retiraría, con objeto de aumentar o reducir la creación monetaria de este sector, o de intervenir sobre los tipos de interés a corto plazo.

Al recurrir al ecu, el SEBC escogería una «denominación» única, tanto para la determinación de su política monetaria como para su ejecución. De esta forma se garantizarían una transparencia y una coherencia perfectas en la UEM, así como una neutralidad completa con respecto a las denominaciones nacionales.

52. Para los bancos, el que el BCE opte por el ecu se traducirá en la apertura de cuentas en ecus en los bancos centrales nacionales; cuentas cuyos abonos o adeudos reflejarán las opciones de política monetaria de aportar o retirar liquidez en ecus.

Si no se pasara de esta fase, es decir, de la utilización del

ecu entre el SEBC y los bancos considerados de manera aislada, éstos convertirían entonces —siguiendo el tipo de cambio fijo— los importes de estas operaciones en denominación nacional y las introducirían, con dicha denominación, en el conjunto de sus operaciones de mercado. En ese caso, el ecu apenas aparecería en los mercados.

Un mercado interbancario en ecus

53. La constitución de una masa crítica de operaciones en ecus, que reforzaría la credibilidad del proceso, provocaría un incremento del recurso al ecu en el mercado interbancario, mercado en el que los bancos se prestan mutuamente la liquidez ofrecida o solicitada, con vencimientos normalizados. Desde el principio de la Etapa B, debido a la fijación irrevocable de los tipos de conversión y a la disponibilidad del sistema TARGET (1), los diferentes mercados interbancarios nacionales se fusionarían en uno solo. Por razones de transparencia y de simplificación operativa, los bancos se verían obligados a recurrir a una sola «denominación», que debería ser el ecu, aunque sólo fuera para preservar la unicidad de los tipos de interés a corto plazo de los vencimientos en la UEM y, por consiguiente, la igualdad del trato dispensado en los diferentes centros financieros.

54. Para los bancos, esta opción implicaría la gestión en ecus de su tesorería. En efecto, es hacia ella hacia donde converge el excedente de liquidez de los demás departamentos del banco y de donde proceden los fondos necesarios para dichos departamentos. La posición de oferta o demanda del banco en el mercado interbancario en ecus vendría determinada por la relación entre estos flujos de entrada y de salida. En la medida en que los demás departamentos del banco siguieran operando, a efectos de contabilidad, en la denominación nacional, un interfaz ecu/denominación nacional entre ellos y la tesorería efectuaría las conversiones que resultaran necesarias.

Una política cambiaria en ecus

55. La tesorería de un banco gestiona asimismo los movimientos de los fondos disponibles o de los compromisos en moneda nacional generados por las operaciones de compra y venta de divisas. Los contravalores en ecu de las intervenciones ecu/terceras divisas efectuadas por el BCE en el ejercicio de su política cambiaria, se inscribirían sin mayores problemas en una tesorería llevada en ecus. La iniciativa del SEBC invitaría a los bancos centrales a proceder de igual manera en los mercados cambiarios. En tal caso, las denominaciones nacionales se retirarían de las salas de operaciones en divisas y su valor en dólares se calcularía, fuera del mercado, por referencia al curso ecu/dólar, por una parte y, por otra, al tipo denominación nacional/ecu.

Doble indicación ecu/moneda nacional

56. En las relaciones entre el banco y sus clientes, la doble indicación (en ecus y en moneda nacional) de los valores que requieran una expresión monetaria se haría de manera sistemática, para propiciar la familiarización con la futura moneda única.

(1) Véanse los apartados 62 y 63.

Otros requisitos técnicos previos

57. La doble indicación ecu/moneda nacional citada obligaría a los bancos a realizar ciertos preparativos de tipo técnico. Lo mismo puede decirse de los sistemas de presentación en pantalla e impresión de importes (cajas registradoras, programas informáticos de pago, etc.), funciones que deberían realizarse en ecus y en monedas nacionales.

Estos preparativos llevarán mucho tiempo. Por consiguiente, sería conveniente que una normativa comunitaria precise lo antes posible:

— las siglas de la moneda única que se utilizará en la programación informática. Sería sin duda pertinente conservar las siglas XEU, que figuran en el código ISO;

— el número de cifras significativas en que se expresarán los futuros tipos irrevocables de conversión;

— el método de redondeo aplicado a los importes resultantes de la utilización de los tipos de cambio;

— el número de cifras tras la coma para la expresión de los precios.

58. Estas precisiones son particularmente importantes para el ajuste de los instrumentos de pago electrónico que aceptan tarjetas (de débito, de crédito o prepagadas). Desde el comienzo de la Etapa B, estos terminales podrían imprimir, en los tickets que se dan a los clientes, los importes en ecu y en moneda nacional, lo que contribuiría a familiarizar al comercio al por menor y a los ciudadanos con el ecu, facilitando posteriormente una transición rápida y completa de los sistemas de pago con tarjeta a la moneda única.

Por otra parte, los bancos deberían facilitar a sus clientes, cuando efectúen sus operaciones financieras, información sobre las consecuencias del paso a la moneda única. También deberían velar por que su personal estuviera correctamente formado para enfrentarse a este cambio.

59. Según el modelo de referencia, la adopción del ecu por la banca se efectuaría de acuerdo con el plan de cambio, variable de un país a otro, y concluiría al comienzo de la Etapa C.

60. *La Comisión invita a los bancos a comunicarle, antes de finales del año en curso, sus observaciones sobre el modelo de referencia y sus implicaciones técnicas, así como la manera en que podría concretarse en un programa de cambio. Prestará especial atención a los comentarios relativos a la formación de una masa crítica de operaciones en ecus al comienzo de la Unión Monetaria y a los plazos necesarios para la generalización de la moneda única.*

Sección 2

Sistemas de pago

61. Los sistemas de pago hacen circular los flujos financieros de la actividad económica en los bancos y entre ellos, hasta las cuentas de los clientes. Estos sistemas son neutros: se basan en una situación técnica (y no económica ni jurídica) caracterizada por rasgos claros de significación reconocida en su entorno operativo. Mientras no se modifiquen de suerte que puedan reconocer una

nueva unidad de cuenta, los sistemas de pago nacionales consideran que todos los importes que transportan están denominados en moneda nacional. La actual limitación de los sistemas de pago en moneda nacional se debe al hecho de que los instrumentos de pago son, por su propia naturaleza, esencialmente nacionales.

Al suprimir estas fronteras, la puesta en marcha de la moneda única:

— modificará los enfoques nacionales, dando una dimensión europea a los métodos de pago utilizados en el marco definido por la Unión Monetaria;

— conducirá a un progresivo aumento de los flujos transfronterizos, cuyo nivel seguirá siendo relativamente reducido en comparación con el de los pagos nacionales;

— incrementará la interoperabilidad de unos sistemas europeos de pago que, hoy por hoy, son heterogéneos.

Sistemas de pago al por mayor

62. La conducción de la política monetaria única en ecus por el SEBC y la formación de una masa crítica de operaciones en ecus implicarían la instauración de un sistema europeo de liquidación al por mayor en tiempo real (RTGS) para los pagos de importes cuantiosos. TARGET (sistema de transferencia urgente automatizado transeuropeo para la liquidación bruta en tiempo real) será el sistema de pago especialmente ideado por el IME para la aplicación de la política monetaria única en ecus por el SEBC. Este sistema conectará los actuales sistemas RTGS nacionales al SEBC. Su utilización sería obligatoria para las liquidaciones directamente relacionadas con la aplicación de la política monetaria única. También podrían utilizarlo los agentes privados para el tratamiento de los pagos de importes cuantiosos. Este nuevo sistema de pago gestionado por el SEBC deberá mejorar la eficacia técnica, reducir en lo posible el riesgo sistémico y ofrecer el mejor servicio posible en relación con su coste. Según el informe anual del IME para 1994, las características operativas de este sistema debería determinarlas el propio IME durante el año en curso, en estrecha colaboración con los bancos centrales nacionales de la Unión Europea y otros interesados, como las entidades de crédito.

63. TARGET se completará con el sistema privado de compensación y liquidación gestionado por la Asociación Bancaria del Ecu (ABE) durante la fase de inicio efectivo de la UEM. Los dos sistemas podrán tratar las operaciones nacionales y transfronterizas.

No obstante, se destinan en especial a los pagos al por mayor efectuados a raíz de operaciones de tesorería y de cambio de las grandes empresas. En principio, no están previstos para el importante volumen que representan las transacciones del público en general y de las PYME.

Sistemas de pago al por menor y de pequeñas cuantías

64. El problema de la conversión en ecus es más complejo para los sistemas que realizan pagos al por menor o de pequeñas cuantías, debido al número muy superior de pagos que tratan y a la mayor diversidad de los clientes. Es imposible que estos sistemas de pago automatizado en masa (o «al por menor») funcionen con dos monedas simultáneamente. Por esta razón el sector bancario optaría probablemente por mantener estos sistemas en moneda nacional antes de efectuar el paso definitivo a la Etapa C. Esta solución presentaría también la ventaja de dar a los bancos y los sistemas de pago tiempo suficiente para prepararse a lo que constituye de hecho el mayor desafío técnico de esta transición, como es el paso íntegro de todas las operaciones al por menor al ecu.

65. Quizás pueda procederse a un adelanto de la Etapa C en determinados países o con respecto a ciertos instrumentos de pago al por menor especializados, como las tarjetas de pago. El principal problema que plantea la utilización del ecu por las tarjetas de pago reside en la adaptación de los equipos electrónicos en el punto de venta. Sin embargo, dado que las especificaciones técnicas se conocerían con la suficiente antelación (véase el apartado 57), podría lograrse una rápida transición.

Los medios bancarios podrían tener interés en adelantarse cuanto pudieran al calendario previsto, con objeto de liberar capacidades para los otros preparativos que deberán ultimarse antes de la Etapa C.

Aspectos transfronterizos

66. Los pagos transfronterizos no se caracterizan sólo por los intercambios de divisas, sino también por el paso de un sistema de pago a otro. Pero las especificaciones de los sistemas nacionales de pago difieren considerablemente por motivos históricos. Esta situación explica la existencia de unos sesenta sistemas de pagos nacionales en la Unión Europea, hecho que, por mucho que estén más o menos interconectados en cada país, impide su interoperabilidad entre los Estados miembros. En definitiva, las cámaras de compensación automática nacionales de los diferentes Estados miembros no se comunican entre sí. Resultado de ello es que, por ejemplo, las transferencias transfronterizas deben hacerse por mediación de bancos corresponsales, lo que resulta relativamente largo y oneroso. La reciente propuesta de Directiva de la Comisión sobre los pagos transfronterizos se propone agilizar este proceso. También conviene acelerar los trabajos de armonización de normas, procedimientos y legislaciones en el ámbito de la codificación de las informaciones obligatorias intercambiadas al realizar un pago.

67. Desde el principio de la Etapa B, deberían producirse dos importantes mejoras en los pagos transfronterizos de la UEM:

— *reducción de los costes:* dado que una transferencia en ecus no acarreará ninguna operación de cambio, la diferencia entre el tipo de cambio a la venta y a la compra desaparecerá, al igual que el conjunto o la mayoría de las «comisiones de cambio» anejas. Asimismo, en el caso de los pagos mediante tarjeta, cabe esperar que se realicen ahorros similares, puesto que el centro de gestión internacional aplicará un tipo de conversión fijo a todas las transacciones efectuadas en la Unión Monetaria;

— *reducción de los plazos de pago:* debería poder ganarse hasta dos días en el tratamiento de las órdenes de pago, ya que dejaría de utilizarse la fórmula «fecha valor igual al día D+2», que se aplica habitualmente a las operaciones de cambio.

En conjunto, los clientes de los bancos de los países participantes podrían esperar una importante reducción de los costes y de los plazos de ejecución de los pagos transfronterizos en la UEM. Así, podrían emularse, en términos de eficacia, las condiciones que imperan en los mercados nacionales, lo que constituirá un adelanto de cara a la realización del objetivo de creación de una «zona de sistemas de pago» correspondiente a la zona del mercado único.

68. *Se invita a los usuarios y los gestores de los sistemas de pago a debatir y comunicar sus comentarios sobre las implicaciones técnicas del modelo de referencia, hasta finales de 1995. Basándose en estas observaciones, la Comisión adoptará, durante 1996, las medidas necesarias a escala comunitaria para una introducción armónica de la moneda única. Se trata, a su juicio, de una ocasión única de lograr que concuerde la zona de los sistemas de pago con la del mercado único. La interoperabilidad de los sistemas de pago en la Unión Europea debe por lo tanto vincularse al paso a la moneda única.*

Sección 3

Mercados financieros

69. La realización de la UEM y la introducción de la moneda única obligan a llevar a cabo un ajuste de las estructuras y los métodos de funcionamiento de los mercados financieros. Además de esta adaptación, cabe tener presente la incidencia de estos mercados en el proceso de instauración de la UEM.

Incidencia de los mercados financieros en el proceso de instauración de la UEM

70. El comportamiento de los mercados y los factores que podrían reforzar su estabilidad no serán los mismos antes y después del inicio efectivo de la UEM. Habida cuenta de la duración de las Etapas A y B del modelo de referencia, es conveniente potenciar una conducta estabilizadora de los mercados, con objeto de que contribuyan a un funcionamiento armónico de la UEM. La credibilidad del proceso y la comprensión de su carácter irreversible tendrán una función capital al respecto.

71. Durante la Etapa A, cabe esperar una mayor estabilidad de los mercados cambiarios y financieros, antes incluso de que se fijen irrevocablemente los tipos de cambio (comienzo de la Etapa B), estabilidad generada por el alto grado de convergencia nacional alcanzado por los Estados miembros participantes en la UEM, así como por el refuerzo de la cooperación en materia de política monetaria.

Los mercados tenderán a ver en las monedas participantes sustitutos casi perfectos del ecu y adoptar por ello un comportamiento que redunde en beneficio de la estabilidad. En efecto, los mercados procederán a un arbitraje entre las oportunidades de realizar un beneficio derivado de importantes diferencias entre instrumentos comparables, teniendo en cuenta las primas de liquidez, de diferencias de riesgo de crédito y de régimen fiscal.

72. Con todo, podrían subsistir presiones sobre los tipos de cambio en diferentes esferas:

— Los mercados podrían poner a prueba la credibilidad de la decisión de pasar a la tercera fase de la UEM: en caso de que los agentes no consideraran totalmente creíble esta decisión, por ejemplo en términos de calendario y/o de países participantes, estimarían que las monedas participantes no son completamente intercambiables, lo que provocaría tensiones entre las monedas de dichos países. En tal caso y de producirse importantes fluctuaciones de los tipos de cambio de monedas terceras (dólar, yen), éstas podrían afectar de diferente manera a las diversas monedas de los Estados miembros participantes, lo que produciría tensiones entre ellas.

— Debidas a perturbaciones en los mercados cambiarios de los Estados miembros no participantes, en caso de que se realizaran previsiones negativas sobre su capacidad de cumplir los compromisos en materia de convergencia y de lucha contra la inflación contraídos en virtud del Tratado.

— Debidas a la incertidumbre relacionada con los tipos de conversión a los que se fijarán irrevocablemente las monedas. Cuando se conozca la fecha de comienzo de la tercera etapa, puede ocurrir que los agentes traten de poner a prueba los tipos de conversión definitivos y adopten diferentes posturas al respecto. En caso de que estos ajustes se dieran a gran escala, los tipos de cambio de las monedas participantes podrían alejarse del nivel idóneo justificado por las variables fundamentales.

— Por último, no cabe excluir la posibilidad de que se produzcan crisis inesperadas, incluso en los países participantes.

73. La credibilidad es la mejor forma de atenuar estas presiones. Depende en primer lugar del respeto constante de los criterios de convergencia. Será mayor cuanto más convencidos estén los mercados de que la decisión de pasar a la fase final de la UEM goza de pleno consenso en todos sus aspectos. Este consenso, que debería hacerse público, no se obtendrá más que merced a una interpretación estricta de los criterios de convergencia.

Corresponderá a los Estados miembros y a sus bancos centrales nacionales, en colaboración con las instituciones comunitarias (Consejo, Comisión e Instituto Monetario Europeo/Banco Central Europeo), idear la estrategia más idónea para incrementar la estabilidad del mercado.

74. Durante la Etapa B, en la que subsistirán las monedas nacionales (hasta el comienzo de la Etapa C), los mercados podrían dudar de la irreversibilidad del proceso conducente a la UEM, pese al alto grado de convergencia alcanzado por los países participantes. Desde este punto de vista, lo más positivo sería que el período que mediará entre la fijación irrevocable de las paridades y la sustitución de las monedas por el ecu fuera lo más corto posible. Resulta por lo tanto indispensable que la utilización del ecu alcance una masa crítica desde el principio mismo de la Etapa B. Cuantos más agentes económicos utilicen el ecu en sus transacciones, menos interés tendrán en poner a prueba el carácter irreversible del proceso de instauración de la UEM. Una masa crítica al comienzo de la Etapa B garantizaría un fuerte compromiso de los agentes económicos, ya que realizarían un volumen significativo de sus operaciones en ecus.

Incidencia de la UEM en los mercados financieros

75. Su repercusión variará según el tipo de mercado: de

cambios, de renta fija, de renta variable o de productos derivados.

76. La principal consecuencia para los mercados de cambios de las monedas participantes se ha mencionado con anterioridad: desaparecerán.

77. En los mercados financieros de las monedas participantes, la convergencia económica y la eliminación de la prima al riesgo de cambio deberían propiciar una alineación de los tipos de interés sobre los de la moneda cuyo tipo sea más bajo. Esta tendencia se produciría antes del comienzo de la Etapa A y seguiría dándose después de la decisión de pasar a la tercera fase de la UEM. Los tipos finales se ajustarían sobre el nivel que los operadores anticipen para un título denominado en moneda única.

78. Al principio de la Etapa B, de acuerdo con el modelo de referencia, los operadores de estos mercados deberían aportar a sus sistemas y procedimientos (cotización, compensación y liquidación, entrega, custodia) todos los cambios técnicos necesarios para operar en el nuevo entorno creado por el ecu. Estas modificaciones deberían haber concluido al final de la Etapa B. Por otra parte, debería hacerse lo posible durante la Etapa B para prevenir efectos indeseables como volatilidad, inestabilidad, perturbaciones, retrasos y otros factores de ineficacia de tipo técnico. Lo ideal sería que todas las partes interesadas (emisores, intermediarios, bolsas de valores y de productos derivados, depositarios internacionales de valores mobiliarios como EUROCLEAR y CEDEL, depositarios nacionales de valores mobiliarios, bancos depositarios y agencias de información especializadas) efectúen la transición al ecu (probablemente al mismo tiempo) de manera coordinada. Este aspecto deberá abordarse en los programas de cambio elaborados al inicio de la Etapa A en cada país y en cada centro financiero.

79. El paso al ecu sería menos oneroso y más rápido para los mercados de valores mobiliarios que para los bancos comerciales, al no tratar directamente con el cliente individual final. Además, los mercados caracterizados por una fuerte complejidad tecnológica deberían concluir el proceso a un ritmo más vivo y a un coste menos elevado que los mercados poco automatizados (títulos no desmaterializados). En efecto, los primeros están acostumbrados a hacer frente a cambios tecnológicos y estructurales rápidos y disponen por lo general de la suficiente experiencia para que la introducción del ecu se lleve a cabo con ocasión de sus adaptaciones tecnológicas periódicas.

80. En cuanto a los mercados de derivados, ciertos instrumentos (relacionados con las obligaciones emitidas en el mercado nacional, los tipos interbancarios locales o las operaciones de cambio realizadas en la UEM) desaparecerían, creándose otros. Los contratos relacionados con acciones o índices tendrían probablemente una mayor importancia relativa. Los mercados a plazo (futuros, opciones) deberían verse menos expuestos desde el punto de vista técnico que los mercados de acciones y obligaciones, ya que tienen costumbre de operar en un entorno multidivisa.

81. *En los mercados de renta fija,* debido a la desaparición de las primas de riesgo de cambio entre las monedas participantes, los diferenciales de los tipos de interés dependerían únicamente de los riesgos de crédito y de las primas de liquidez. Dado que los mercados de la deuda en ecus tendrían mayor liquidez, cabe esperar que se produzca una ligera disminución de la prima de liquidez asociada a los tipos de interés nominales.

La fusión de los mercados nacionales en un mercado único conduciría a los inversores a basar sus decisiones casi exclusivamente en la calificación crediticia y la liquidez de las emisiones.

La moneda única debería ampliar significativamente el mercado de la deuda, lo que multiplicaría las posibilidades en términos de volumen de transacciones, diversidad de instrumentos y prolongación de los vencimientos. Sin embargo, ciertos emisores que se beneficiaran de una mejor calificación en su mercado nacional debido a su especificidad local podrían perder esta ventaja comparativa al comienzo de la tercera fase. Por consiguiente, los Estados miembros concernidos deberían realizar ajustes en la gestión de su deuda.

Los métodos de colocación de valores mobiliarios podrían cambiar, debido al recrudecimiento de la competencia entre los bancos y los demás intermediarios financieros.

82. Para los inversores y los emisores públicos y privados, el paso a la tercera fase de la UEM generaría probablemente una disminución de los costes de funcionamiento. Al efectuar sus operaciones en una moneda única, podrían ahorrarse los costes de cambio o de cobertura. Para los intermediarios del mercado, las consecuencias de este paso serían más bien una disminución de sus costes operativos, un recrudecimiento de la competencia y la pérdida de las comisiones percibidas sobre las operaciones de cambio.

83. Las nuevas emisiones de deuda del sector público deberían realizarse en ecus al comienzo de la Etapa B, en la medida en que sea posible técnicamente. Ello daría al mercado un indicio inequívoco del compromiso de las autoridades públicas con respecto a la introducción de la moneda única. No obstante, la emisión de deuda en ecus no debería perturbar los mercados y no tendría incidencia directa sobre las operaciones al por menor, lo que no obligaría a las entidades financieras a realizar ajustes adicionales. Por ello las emisiones que más convendría realizar en ecus serían las que tuvieran por destinatarios a los inversores institucionales y aquellas cuyo vencimiento fuera posterior a la instauración de la Etapa C. Los inversores privados podrían optar también por este modo de proceder.

84. *En los mercados de renta variable,* los títulos nacionales se adaptarían mediante ajustes de arbitraje que reflejarían, para cada emisor, su grado de exposición al riesgo de cambio tras el comienzo de la Etapa B. Sin embargo, la gestión de cartera debería hacerse cada vez más a escala de la Unión y basarse en un análisis «sectorial» que englobara toda la zona de la UEM, más que en un análisis «nacional». Además, los flujos transfronterizos deberían incrementarse, permitiendo así una mayor liquidez.

85. Para los inversores, la principal consecuencia de este proceso sería la reducción de los costes de transacción transfronteriza y la desaparición de los costes de cobertura de cambio para la adquisición de acciones en otro país participante.

86. La introducción del ecu alentaría a las empresas cuyas operaciones financieras se circunscriben hoy al mercado nacional a incrementar su presencia en otros países participantes. Ciertas empresas podrían solicitar su admisión en las bolsas de otros países, con objeto de

darse a conocer mejor entre los inversores locales. Este modo de proceder podrían seguirlo no sólo las grandes empresas, sino también ciertas PYME, en particular las que operan en zonas transfronterizas.

87. *La Comisión invita a los bancos, operadores del mercado de capitales y usuarios de los sistemas de pago, que serán los más directamente concernidos por la introducción de la moneda única, a que estudien las ideas y sugerencias recogidas en el Libro Verde. Acogerá con interés sus opiniones y reacciones antes de que finalice el presente año. Especial atención se concederá a las conclusiones remitidas por las asociaciones profesionales. La Comisión propone que los Estados miembros creen un marco institucional para coordinar las actividades de los agentes involucrados en este sector.*

Capítulo II

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

88. En el presente capítulo se abordan los numerosos cambios que la introducción de la moneda única impondrá a las administraciones públicas, tanto a nivel comunitario como nacional. Si las administraciones asumieran el liderazgo que les corresponde, actuarían como catalizadoras, movilizando a los agentes privados para que efectúen las inversiones precisas. Estas inversiones no se llevarían quizás a cabo si las administraciones se comportaran de manera pasiva, respecto a la introducción de la moneda única. En este capítulo no se da un catálogo exhaustivo de las medidas que deben adoptar las administraciones públicas, sino que se señalan más bien los principales retos que han de afrontarse y el calendario para la instauración de un marco jurídico y operativo.

Sección 1

Las administraciones públicas, líderes y catalizadoras del cambio

89. Al ser grandes usuarias de moneda, las administraciones públicas deben emprender importantes trabajos preparatorios. La rápida adopción de medidas adecuadas podría servir de indicio inequívoco, para los usuarios privados, sobre la inminencia de la instauración de la UEM y la continuidad de las funciones administrativas esenciales (como, por ejemplo, los impuestos y la seguridad social) durante el proceso de transición.

Las tareas que deben acometer las administraciones en todos los niveles (comunitario, nacional, regional y local) son importantes. Al pasar a la moneda única, las administraciones públicas deberían adoptar dos grandes tipos de medidas, como son:

— sustituir las referencias a las monedas nacionales en la legislación y en las comunicaciones administrativas;

— introducir el ecu en todas las operaciones presupuestarias.

90. Los plazos de transición a la moneda única podrían diferir de un ámbito a otro de la administración pública. De acuerdo con el modelo de referencia en tres etapas presentado en la Primera Parte, las nuevas emisiones de deuda pública deberían realizarse progresivamente en ecus durante el comienzo de la Etapa B. La mayoría de los usuarios de moneda seguirían utilizando las denominaciones nacionales hasta la generalización de la moneda única en la Etapa C. Por consiguiente, es muy probable que numerosas actividades en las que intervienen las administraciones públicas sigan efectuándose en denominaciones nacionales, hasta que los administrados den el salto definitivo a la moneda única, en la Etapa C.

91. Sin embargo, ciertas entidades financieras y ciertas empresas privadas podrían optar por dar el salto al ecu en todas sus operaciones y contabilidades internas durante la Etapa B. Por lo general, estos agentes privados deberían estar en condiciones de cumplir con sus obligaciones legales (pago de impuestos, normativa cautelar, etc.) en ecus, a partir del momento en que hubieran realizado el salto al ecu en sus actividades internas. Por esta razón los servicios concernidos de la administración pública deberían estar dispuestos a operar en ecus desde el comienzo de la Etapa B. Sería necesario adoptar medidas legislativas y administrativas que fueran en esta dirección antes de llegar a esta etapa. La capacidad de aceptar la moneda única al comienzo de la Etapa B debería afectar a un número reducido de actividades de las administraciones públicas y a un número relativamente limitado de agentes del sector privado.

Sección 2

Instituciones comunitarias

92. *Modificación de los textos legislativos:* en la actualidad, unos 1.600 textos legislativos de la Comunidad contienen referencias a una o varias monedas nacionales. Todas estas referencias deberán modificarse (1). Por la cuantía de los textos, sería conveniente la adopción de un reglamento de alcance general, con objeto de modificar automáticamente el mayor número posible de referencias. Debería resultar más sencillo modificar los actos de la Comisión que los del Consejo, que conllevan disposiciones nacionales de ejecución. Sea como fuere, deberían examinarse todos los textos legislativos uno a uno, con objeto de decidir qué modificaciones son necesarias.

93. *La adopción del ecu en todas las operaciones presupuestarias de la Comunidad,* así como las actividades de empréstito y préstamo, que en la actualidad se realizan en moneda nacional, debería llevarse a cabo desde el comienzo de la Etapa B. Aunque el ecu-cesta sea en la actualidad la unidad de cuenta del presupuesto comunitario, los ingresos y los gastos se determinan en parte o en su totalidad a partir de importes expresados en moneda nacional, lo que complica la gestión de los proyectos y asocia cierto riesgo de cambio al presupuesto comunitario. La adopción de las medidas legislativas necesarias y la reforma de las prácticas administrativas (programas informáticos, sistemas de contabilidad y de control, gestión de divisas, etc.) constituyen un desafío logístico de gran envergadura. Sin embargo, la ejecución del presupuesto en moneda única facilitaría en buena medida la aplicación de las políticas comunitarias.

(1) Por ejemplo, el derecho de sociedades (valor nominal de los títulos), Directiva 77/91/CEE de 13-12-1976; la contabilidad (normas de conversión en moneda nacional), Directiva 78/660/CEE de 25-7-1978; los seguros (normas de congruencia), directivas 73/239/CEE de 24-7-1973, 88/357/CEE de 22-6-1988 y 92/96/CEE de 10-11-1992, Comunicación 94 C 360/08 de 17-12-1994; la Directiva sobre la adecuación de los fondos propios (normas de cambio), Directiva 93/6/CEE de 15-3-1993.

Pese a que la importancia de las medidas que deben adoptarse sea claramente menor a nivel comunitario que en el caso de las administraciones nacionales, no deja por ello de ser considerable y justifica la prolongación de los plazos de aplicación, razón por la cual la Comisión ya ha procedido a la creación de un grupo de trabajo interservicios, encargado de estudiar las consecuencias de la introducción del ecu.

Sección 3

Administraciones nacionales

94. *Modificación de los textos legislativos:* las autoridades de los Estados miembros sustituirán las referencias a las monedas nacionales por referencias al ecu en los textos legales. El calendario de los cambios necesarios debería variar de un país a otro, pero es evidente que muchos servicios de las administraciones nacionales deberán estar en condiciones de aceptar pagos en ecus desde el comienzo de la Etapa B. Siempre que sea necesario, las autoridades nacionales deberán velar por que la utilización del ecu esté en pie de igualdad con la de las monedas nacionales, en la Etapa B. Por este motivo sería conveniente que las autoridades nacionales, regionales y locales se inspiraran del método previsto por la Comisión al adoptar una disposición de alcance general, que garantizará que el uso del ecu sea equivalente con respecto al de las monedas nacionales. Pero será necesaria una normativa diferenciada en los casos en que se impusiera el redondeo, por ejemplo para el cálculo de ciertas reducciones fiscales o de determinadas tarifas practicadas por los servicios públicos.

95. *Instauración del ecu en el conjunto de las actividades presupuestarias:* la tarea de las administraciones fiscales depende manifiestamente del carácter de cada actividad, así como del calendario del paso al ecu. Tras el comienzo de la Etapa B, la deuda pública debería emitirse cada vez más en moneda única. Las grandes partidas de los gastos públicos deberían convertirse a su vez en ecus.

96. Además, algunos bancos, entidades financieras y empresas privadas podrían dar el salto al ecu en sus operaciones privadas, estando así en condiciones de realizar sus transacciones financieras con las autoridades públicas en moneda única. Para ello, convendrá no sólo facilitar desde un punto de vista técnico la utilización del ecu en contabilidad, sino también elaborar disposiciones específicas, como las normas de contabilidad, generadas por el proceso de transición. Las decisiones de este tipo deberán ser claras y rotundas, y darse a conocer mucho antes del paso a la Etapa B. Las administraciones fiscales tendrán un papel fundamental en este sentido.

97. Será necesario realizar ajustes administrativos de primer orden para la adopción del ecu. Deberán modificarse, entre otras cosas, los programas informáticos, los textos que hagan referencia a las monedas nacionales y la contabilidad interna.

Los problemas más graves se plantearán en los servicios que efectúan muchos pagos de importe reducido, manejan dinero en efectivo y están en contacto directo con el público. Esto ocurrirá en particular con los servicios de la seguridad social, que son los interlocutores de los grupos más vulnerables de la población y se verían en una situación muy comprometida si se viera perturbado el funcionamiento normal de los servicios públicos. Deberá asimismo prestarse especial atención al impuesto sobre la renta de las personas físicas y explicar a los contribuyentes las consecuencias prácticas de la transición, como por ejemplo la conversión en ecus de las desgravaciones fiscales.

98. *Administraciones tributarias:* para las empresas, el régimen fiscal que se aplique durante la transición tiene una importancia capital. Las administraciones fiscales deberán determinar las medidas necesarias mucho antes del comienzo de la Etapa B, lo que significa que hay que emprender inmediatamente los preparativos. Las principales preocupaciones de las empresas en materia de régimen fiscal son las siguientes:

— *La fecha a partir de la cual podrán efectuarse en moneda única las declaraciones fiscales y los pagos a la administración tributaria.* Deberían haberse adoptado las medidas necesarias durante el comienzo de la Etapa B para todos los impuestos que pesan sobre las empresas (aranceles, impuesto sobre sociedades, retenciones en origen, IVA).

— *Las consecuencias fiscales de la introducción de la moneda única.* Por lo general, las plusvalías realizadas por las empresas sobre activos denominados en moneda extranjera no son imponibles mientras no se hayan cedido los activos. No obstante, en la Etapa B podría comprobarse inmediatamente si el inversor ha registrado un beneficio o una pérdida, ya que podría realizarse una comparación directa entre el tipo de cambio en la fecha de adquisición y el tipo de conversión fijado irrevocablemente. Se planteará entonces el problema de si se ha producido el hecho imponible, lo que acarrearía que los beneficios registrados serían gravables y las pérdidas deducibles.

— *El tratamiento de los errores y retrasos administrativos.* Las omisiones y los errores constituyen una lastra inevitable de los sistemas impositivos complejos. Las administraciones tributarias castigan con severidad a las empresas en caso de error o de retraso. Pero la introducción del ecu motivará con toda probabilidad un aumento de estos errores y retrasos. El Fisco deberá estudiar con detenimiento los problemas prácticos a que se enfrentarán las empresas a la hora de aplicar las medidas de transición y concederles, por ejemplo, un plazo suplementario para la entrega de las declaraciones. Lo ideal sería que las administraciones tributarlas tomaran al respecto las debidas precauciones, dando rápidamente instrucciones claras sobre las disposiciones fiscales aplicables durante la transición, organizando seminarios y acciones de formación para el personal de los servicios de contabilidad y prestándose a colaborar con los organismos representativos (asociaciones de industriales, cámaras de comercio) que ofrecen una asistencia técnica a las empresas.

— *Las disposiciones de aplicación en caso de que la transición se produzca durante un ejercicio en curso.* Para las empresas y los servicios de contabilidad, la mejor solución consistiría en realizar la transición al principio del ejercicio, de modo que las cuentas del ejercicio anterior se cerraran en moneda nacional; los saldos se convertirían en ecus mediante los tipos de conversión fijos y las cuentas del nuevo ejercicio se abrirían en ecus. Las administraciones tributarias deberán estudiar qué disposiciones deberán adoptar las empresas que realicen la transición en el transcurso de un ejercicio. Asimismo, deberán estudiar la posibilidad de dar un margen de flexibilidad, que permita a las empresas convertir su contabilidad en moneda

única en una fecha cercana al día de comienzo de la Etapa C, sin que se trate necesariamente del mismo día.

99. *La Comisión considera que la administración pública debe indicar el camino a seguir, preparando la introducción del ecu en todos los niveles. Para ello, la Comisión propone:*

— *que las demás instituciones comunitarias creen grupos de trabajo encargados de estudiar las consecuencias de la introducción del ecu. En particular, estos grupos podrían estudiar la conveniencia de adoptar enmiendas legislativas e introducir el ecu en las operaciones presupuestarias;*

— *que, en todos los niveles de las administraciones públicas, los Estados miembros creen grupos de trabajo encargados de estudiar y programar las medidas legislativas y administrativas necesarias para que la introducción del ecu no resulte conflictiva. El grado de adelanto y las conclusiones de los trabajos de estos grupos podrían recogerse en un informe, que se presentaría a la Comisión en diciembre de 1995, con objeto de preparar un intercambio de ideas sobre los problemas técnicos que hubieran surgido;*

— *que las administraciones públicas y los servicios de interés general practiquen en la medida de lo posible una doble indicación de precios, para familiarizar al público con el ecu desde el comienzo de la* Etapa B. *La noble indicación de precios podría hacerse, por ejemplo, en las facturas de gas, electricidad y agua, en los billetes de transporte, las declaraciones fiscales o los peajes. Podría mantenerse durante cierto tiempo tras el comienzo de la* Etapa C, *e incluso después de la retirada definitiva de las monedas y billetes en moneda nacional.*

Capítulo III

EMPRESAS

100. En este capítulo se abordan las principales implicaciones de la introducción del ecu para las empresas. Se presta especial atención a la conveniencia de elaborar estrategias de introducción de la moneda única, en particular en los ámbitos en que se realizarán operaciones en ecus durante la Etapa B, y para resolver los problemas anejos a la puesta en circulación de billetes y monedas en ecus. Se tratan las repercusiones de la introducción del ecu para las actividades clave de la empresa (manipulación de dinero en efectivo, ventas y marketing, contabilidad, fiscalidad, gestión del personal).

Sección 1

Determinación de una estrategia de transición a la moneda única: una decisión capital para las empresas

Una «estrategia de introducción de la moneda única» para las empresas

101. Al reforzar la estabilidad económica y eliminar el riesgo de cambio y los costes de transacción, la moneda única facilitará en gran medida el buen funcionamiento del mercado único, con el consiguiente beneficio para las empresas. Con todo, el paso efectivo a la moneda única les obligará a modificar profundamente muchos de los aspectos de sus actividades cotidianas. Su incidencia sobre las empresas no será uniforme, sino que estará en función de sus actividades transfronterizas de los volúmenes de dinero en efectivo que manejen cada día y de la intensidad de sus contactos con el público. El comercio al por menor no se enfrentará al mismo tipo de problemas que las empresas multinacionales. Los preparativos exigirán cierto tiempo y requerirán inversiones.

102. Resulta por consiguiente indispensable que las empresas determinen lo antes posible una «estrategia de introducción de la moneda única». De esta forma podrían disponer de plazos holgados para efectuar los preparativos técnicos necesarios para seguir realizando sus actividades habituales. También podrían incluir las inversiones necesarias en sus programas de inversión ordinaria, distribuyendo así sus costes en un período más largo. Por último, al contarse entre las primeras que se prepararán al paso a la moneda única, podrían aprovechar las nuevas oportunidades comerciales que se les presenten.

El modelo de referencia en tres etapas expuesto en la Primera Parte impeliría a las empresas a tomar dos decisiones estratégicas fundamentales:

— o bien convertir una parte o la totalidad de su contabilidad y de sus operaciones internas en moneda única durante la Etapa B, o bien esperar y realizar el salto completo al ecu al comienzo de la Etapa C;

— durante la Etapa C, o bien aceptar las monedas y billetes en moneda nacional (en ese caso, deberá decidirse durante cuánto tiempo), o bien aceptar exclusivamente las monedas y billetes en ecus.

Estas decisiones se tomarán con entera libertad, aunque estarán determinadas por las fuerzas del mercado. Las empresas piden sobre todo que el proceso de transición sea claro y seguro.

Opción en favor de una adaptación anticipada

103. Es posible que las empresas estimen que les interesa realizar parte o la totalidad de sus operaciones internas en moneda única antes de la Etapa C. En concreto, las empresas que manejan importantes flujos de tesorería podrían optar por hacerlo en ecus, en lugar de seguir utilizando varias denominaciones nacionales. Un adelanto en la transición podría interesar también a las empresas que efectúan intercambios transfronterizos y/o que tienen acciones o filiales en los países participantes, lo que agilizaría sus operaciones de facturación, giro y tesorería.

Con todo, las empresas se verían obligadas a seguir utilizando las monedas nacionales en algunas operaciones hasta la Etapa C, en particular en las transacciones en efectivo. Por consiguiente, deberían crear un interfaz entre la parte de sus operaciones que se ejecutaran en moneda única y las que siguieran realizándose en monedas nacionales. Deberían instituir asimismo unos procedimientos de contabilidad y de control apropiados, adaptar sus programas informáticos y procurar dar una formación adecuada a su personal.

Las PYME, las empresas que operan principalmente en su mercado nacional y los minoristas preferirán probablemente realizar el paso al ecu en una sola fase, al comienzo de la Etapa C, para no tener que crear sistemas transitorios. Sin embargo, dado que todas sus cuentas deberán haberse convertido en ecus al inicio de la Etapa C, se verán sin duda obligados a realizar algunos preparativos.

Introducción física de las monedas y billetes en ecus

104. Las empresas, y en particular los minoristas, se enfrentarán a una disyuntiva al principio de la Etapa C. Por una parte, podrán realizar el salto definitivo al ecu y dejar de aceptar monedas y billetes en monedas nacionales a partir de ese momento. Esto podría ocasionar problemas técnicos, ya que habría que cambiar todos los sistemas durante un período muy corto, lo que podría resultar molesto para los clientes que desearan seguir utilizando su moneda nacional durante cierto tiempo. Por otra parte, podrán optar por aceptar ambas monedas durante algún tiempo a lo largo de la Etapa C, lo que plantearía otros problemas. En particular, las empresas deberían indicar sus precios en ambas monedas y adoptar las medidas necesarias para manejar dos tipos de monedas y de billetes (rendijas suplementarias en los expendedores automáticos, almacenamiento de monedas y billetes y medidas de seguridad). Todas estas medidas resultarían costosas, especialmente si la mayoría del público adoptara el ecu en un corto lapso de tiempo.

Sección 2

Implicaciones de la moneda única para las empresas

105. Es conveniente tratar las repercusiones más importantes de la introducción del ecu en los principales sectores. Los problemas mencionados a continuación afectan a la manipulación de dinero en efectivo y su cobro, a la venta, comercialización, administración y sistemas de información de la contabilidad y la fiscalidad y, por último, a los relacionados con el personal y la formación.

Manipulación y cobro de dinero en efectivo

106. Todos los tipos de máquinas registradoras (cajas registradoras, surtidores de gasolina, máquinas de contabilidad), de maquinas que funcionan con monedas (expendedores automáticos de productos y billetería y cajeros automáticos) deberán pasar de una denominación a otra. Dado que existen millones de aparatos de este tipo, el desarrollo y la fabricación de nuevas máquinas o mecanismos que acepten el ecu exigirían importantes inversiones y posiblemente plazos de preparación dilatados. Resulta por lo tanto imprescindible que se informe sin demora a los fabricantes de estos aparatos de las especificaciones técnicas definitivas (dimensiones técnicas y características de las monedas y billetes, nombre y siglas de la moneda y de sus subdivisiones, etc.). Toda esta labor debería llevarse a cabo antes incluso del comienzo de la Etapa A (decisión de puesta en marcha de la Unión Monetaria).

107. El informe anual del IME para 1994 indica que se ha llegado a un elevado consenso acerca del número y el valor de las denominaciones, así como del límite entre monedas y billetes en ecus. El valor más elevado de las monedas sería de 2 ecus y el valor más pequeño de un billete sería de 5 ecus. También se ha llegado a un acuerdo sobre una gama de siete billetes, cuyo valor iría de 5 a 500 ecus. En cuanto al aspecto de los billetes europeos, todavía no se ha optado entre un billete idéntico que circulara en toda la Unión Monetaria y una variante, en la que se combinarían un lado idéntico y otro en el que figuraría una referencia nacional limitada.

108. La conversión material de todos estos aparatos, y en particular de los expendedores automáticos de productos, billetes y entradas, podría exigir cierto tiempo (quizás varios meses). Las empresas deberían elaborar programas de conversión bien planificados, para que al comienzo de la Etapa C pueda funcionar en ecus un número suficiente de máquinas. El proceso de conversión física debería comenzar por consiguiente varias semanas antes del comienzo de la Etapa C. Podrían evitarse algunos de los problemas técnicos y organizativos si se dieran a conocer con la suficiente antelación las especificaciones técnicas de los billetes y las monedas, lo que permitiría que las empresas adquirieran de manera progresiva, dentro de sus programas normales de inversión, equipos compatibles con el ecu, como por ejemplo equipos que aceptaran (aunque separadamente) al mismo tiempo monedas y billetes en ecus y en moneda nacional.

109. Como se acaba de señalar, las empresas que decidieran aceptar las monedas y los billetes en moneda nacional durante la Etapa C deberían, bien disponer de dos series de máquinas diferentes, una para la moneda nacional y otra para el ecu, bien instalar aparatos que acepten ambas a la vez. A ellas les corresponderá escoger la solución que consideren más acertada. Algunos de los problemas relacionados con los dos tipos de billetes y monedas podrían solventarse mediante la introducción de nuevas tecnologías (códigos de barras, cajas registradoras que acepten varias monedas, sistemas de pago electrónico) que permitan una conversión automática entre el ecu y la moneda nacional. Una vez más, cuanto antes se emprendan los preparativos más fácil y menos costosa resultará la transición.

Venta, comercialización, gestión y sistema informático

110. En la Etapa C a más tardar, las indicaciones en moneda nacional desaparecerán, dando paso a indicaciones en ecus. Deberá tomarse toda una serie de medidas administrativas. A continuación se exponen las principales:

— *Los contratos, las facturas y los sistemas informáticos,* así como todos los pagos a los proveedores y empresarios, deberán convertirse en ecus. En particular, habrá que sustituir todas las indicaciones en moneda nacional de los documentos oficiales (facturas, recibos), en el material de promoción y en los programas informáticos. Las empresas que opten por usar el ecu durante la Etapa B y/o por seguir aceptando la moneda nacional durante la Etapa C deberán fijar probablemente sus precios en ambas monedas, lo que complicaría su administración.

— *La fijación efectiva de los precios* será sin lugar a dudas delicada, puesto que la aplicación estricta de los tipos de conversión podría dar lugar a importes extraños en moneda única. Los minoristas deberán fijar precios «cómodos» en ecus, para no provocar ninguna reacción de hostilidad. En el caso de los artículos de precio reducido, la necesidad de redondear los precios podrá acarrear importantes variaciones en porcentaje. En general, la competencia deberá limitar el alza de los precios y muchas empresas podrían emprender campañas publicitarias, anunciando el redondeo de los precios a la baja. En el apartado 122 se aborda el problema de la doble indicación de los precios.

— *El material publicitario elaborado por adelantado:* la doble indicación de los precios en el material publici-

tario podría plantear un problema particular. Las empresas de venta por correspondencia y las que operan con catálogos (agencias de viaje) tendrían problemas especiales (algunos catálogos se preparan hasta con 18 meses de antelación), especialmente por el hecho de que los tipos de conversión no se darían a conocer antes del comienzo de la Etapa B.

— *La comunicación de informaciones a la clientela sobre las implicaciones del paso al ecu* resultaría capital. Aunque, en algunos casos, no fuera necesario más que indicar los tipos de conversión y el método de redondeo aplicados, en otros las empresas deberían emprender grandes campañas de información, por ejemplo en el caso de los contratos a largo plazo (como los contratos hipotecarios), las inversiones en fondos de pensiones y los contratos de arrendamiento financiero.

111. *Contabilidad y fiscalidad.* En la Etapa C a más tardar, todas las cuentas de las empresas deberían establecerse en ecus. Como se ha indicado en el capítulo II de la Segunda Parte, las autoridades fiscales deberían establecer con precisión las normas que aplicarían durante el proceso de transición.

112. *Personal y formación.* Las empresas deberían velar por informar y formar adecuadamente a su personal sobre la repercusión de la introducción del ecu en las tareas habituales, así como en los salarios y otras relaciones financieras con la empresa (por ejemplo, régimen de pensiones de la empresa, reembolso de los gastos). Es capital que el personal esté bien formado y comprenda perfectamente el proceso de transición para evitar cualquier perturbación de la actividad de la empresa y facilitar las relaciones con los clientes.

La naturaleza y el ritmo de esta formación dependerán de las tareas que deban llevarse a cabo y de la estrategia de transición a la moneda única que adopte cada empresa. Aquellas que operen en ecus durante la Etapa B deberán procurar que su personal esté formado antes del inicio de la Unión Monetaria. El personal encargado de efectuar operaciones financieras podría recibir una formación especial. Deberá prestarse especial atención a la formación del personal que tiene trato directo con el público, con objeto de que pueda responder con eficacia a las preguntas y a las solicitudes de ayuda de los clientes.

113. Las federaciones de empresas, las cámaras de comercio y las profesiones liberales afectadas (contables, abogados, notarios) podrán desempeñar una función capital en el proceso de formación. Por ejemplo, podrían elaborar cuadernos de información y vídeos, que enviarían a sus miembros, que los utilizarían para sus programas de formación interna. Podrían estudiar la organización de conferencias y seminarios, durante los cuales los interesados podrían entrar en contacto y debatir los problemas comunes, así como crear mecanismos que les permitieran comunicarse las soluciones dadas a problemas técnicos frecuentes. Las administraciones públicas deberían fomentar este tipo de iniciativas, proporcionando el material necesario, cuadernos de información, oradores para las conferencias, etc.

114. *La Comisión invita a las empresas, las asociaciones representativas y las asociaciones profesionales a que analicen las implicaciones de la introducción del ecu en su sector o profesión. Podrían crearse grupos de trabajo en las grandes empresas y/o en las asociaciones representativas, con objeto de recabar y estudiar las reacciones que suscite el Libro Verde, elaborar el inventario de las medidas de transición necesarias y redactar la relación de las decisiones legislativas y técnicas que deberán adoptar las autoridades y las administraciones públicas. Quizás fuera conveniente nombrar un «coordinador de la moneda única» en cada organización representativa.*

Asimismo, la Comisión propone que los Estados miembros creen una estructura de coordinación de las actividades de las empresas y las organizaciones privadas, lo que contribuiría a evitar el solapamiento de actividades y alentaría el intercambio de experiencias e ideas. En este contexto, la Comisión propone también que las autoridades nacionales creen un punto de contacto único para recabar información, así como un servicio de asesoría sobre el paso a la moneda única.

Capítulo IV

CONSUMIDORES

115. En este capítulo se tratan los problemas a que podrían enfrentarse los consumidores a raíz de la introducción de la moneda única. Se determinan las posibles dificultades vinculadas a su adaptación a un nuevo patrón monetario y a la utilidad de una importante campaña de información en que se expliquen las consecuencias prácticas del ecu en sus operaciones financieras cotidianas. Contiene una guía sobre la incidencia del paso a la moneda única en los consumidores, en cada una de las etapas del proceso.

Sección 1

Preparación de los consumidores al cambio

116. La experiencia de anteriores reformas monetarias en Francia y en el Reino Unido ha demostrado que los consumidores no se adaptan de manera automática a una nueva moneda. Ocurre un poco como durante el aprendizaje de una lengua: es preciso tiempo y práctica antes de poder «pensar» en la nueva unidad. Preparar a los consumidores a una transición cómoda constituye una prioridad de primer orden, so pena de perder el apoyo popular, condición sine qua non del éxito de toda esta empresa.

Hay que examinar detenidamente la repercusión para cada consumidor de cada etapa del proceso de transición y, en su caso, adoptar medidas para proteger sus intereses. Sus organizaciones representativas deberían estar especialmente alerta, pero también tratar de disipar los temores e incertidumbres y de solventar los problemas. Algunos verán en el cambio una pérdida de identidad, por su costumbre de considerar su moneda como un símbolo nacional. La identidad nacional no peligra en modo alguno, sino que, por el contrario, va a enriquecerse, al adquirir un símbolo de la integración europea, como se desprende de todas las razones prácticas citadas en el presente Libro Verde.

117. La Cuarta Parte del Libro Verde abordará la importancia de las estrategias de comunicación para obtener la adhesión del público y ultimar los preparativos técnicos necesarios para la transición a la moneda única. En este sentido, es preciso explicar lo antes posible a los consumidores las ventajas que les reportará una moneda única, asegurarles que su introducción no les resultará perjudicial y ayudarles a que aprendan a convertir las monedas

nacionales en ecus y a la inversa. Cabe asimismo recordar la conveniencia de ayudar de manera particular a las categorías de personas más vulnerables, incluidas las personas de edad avanzada o con dificultades de visión. Todos estos aspectos quedaron patentes durante las audiencias que celebró el grupo de expertos presidido por el Sr. Cees Maas con las organizaciones de consumidores.

El problema más complejo para los consumidores será sin duda la conversión de los precios y la comparación del importe relativo de bienes y servicios. Es posible que pierdan el sentido de los precios. Muy a menudo, los tipos de conversión serán difíciles de manejar y las operaciones de multiplicación, complejas.

118. Para enfrentarse a este cambio, será necesario que los consumidores estén predispuestos y dispongan de información precisa y puntual. El modelo de referencia presentado en el Libro Verde da el tiempo suficiente a las autoridades públicas para que preparen y pongan en marcha campañas de información para los consumidores. La Comisión, el Parlamento Europeo, el Instituto Monetario Europeo, los bancos centrales y otros agentes podrán prestarse a informar a los consumidores y a proteger sus intereses durante la fase de transición. Pero las autoridades nacionales estarán en mejores condiciones de responder a las necesidades e inquietudes locales, que no coinciden en todos los Estados miembros.

En la Cuarta Parte se destaca también la importancia de los ejercicios de familiarización, como la doble indicación de los precios e importes en los informes financieros, en las declaraciones fiscales y en los puntos de venta, así como los ejercicios de simulación para dar a los consumidores la ocasión de iniciarse en el uso de los billetes y las monedas en un entorno controlado.

Resulta fundamental que los bancos, las empresas y los minoristas cumplan plenamente con sus responsabilidades y preparen a los consumidores a la transición. Deben llevar a cabo sus propias iniciativas de información y, en particular, exponer a sus clientes las consecuencias del paso a la moneda única en lo que respecta a los servicios que prestan.

Sección 2

Consecuencias prácticas para los consumidores

119. A grandes rasgos, los consumidores sólo vivirán plenamente las consecuencias de la Unión Monetaria durante la Etapa C, en la cual se pondrán en circulación los billetes y las monedas denominados en ecus y todas las operaciones se realizarán en la moneda única. Pero el entorno habrá cambiado mientras tanto. A continuación se dan algunas precisiones sobre las novedades que se producirán.

Etapa A: puesta en marcha de la Unión Económica y Monetaria

¿Qué es lo que no cambiará?

— Para los consumidores nada cambiará. Se tratará de un período de intensos preparativos para los bancos y los operadores financieros, pero el sistema económico en su conjunto seguirá funcionando como anteriormente.

Etapa B: inicio efectivo de la UEM y formación de una masa crítica de operaciones en ecus

¿Qué es lo que no cambiará?

— Las monedas nacionales seguirán en circulación.

— Las cuentas bancarias, las hipotecas y los préstamos, así como los demás contratos, seguirán expresados en las monedas nacionales.

¿Qué cambiará?

— Los plazos y los costes de las operaciones bancarias en la Unión Monetaria deberían reducirse.

— Los consumidores podrían tener cada vez mayor acceso a servicios financieros en ecus.

— La doble indicación de los precios de los bienes y servicios debería generalizarse progresivamente, incrementando así la transparencia de los precios allende las fronteras.

— Se simplificarían los desplazamientos de un país a otro.

— Podría preverse la exhibición destacada de tablas de conversión en los establecimientos comerciales.

Etapa C: generalización de la moneda única

¿Qué cambiará?

— Se introduce la moneda única.

— Las monedas nacionales son rápidamente sustituidas por monedas y billetes en ecus. Las dos monedas sólo circulan paralelamente durante un breve período, con objeto de evitar que los consumidores deban proveerse de dos series de billetes y de monedas.

— Los minoristas tendrían entera libertad para aceptar las monedas nacionales, pero estarían obligados a aceptar la moneda única.

— Los consumidores podrán cambiar las monedas y los billetes de la divisa nacional por dinero en ecus durante un período muy largo.

— Las referencias a la moneda nacional en los contratos se convertirán en ecus a los tipos de conversión fijados, sin ninguna modificación de los términos y condiciones estipulados. Dicho de otra manera, regirá el principio de la continuidad de los contratos.

— Las cuentas bancarias, los salarios, los sueldos y las pensiones (toda la economía monetaria) se denominarán en ecus.

Sección 3

Protección de los consumidores

120. La Comisión considera que los consumidores no deben verse perjudicados por el paso a la moneda única. Es indispensable que puedan efectuar transacciones en ecus con entera confianza. La disponibilidad de estados financieros y de precios en ecus es un elemento clave para familiarizar a los consumidores con la moneda única.

121. Antes de la Etapa C, las entidades financieras podrán cargar gastos administrativos por el cambio de billetes bancarios de un Estado miembro en billetes de otro Estado miembro. En tal caso, deberían indicar clara-

mente el coste de la operación bajo la forma de gastos por servicios prestados, pero no en concepto de comisión de cambio.

122. La doble indicación de los precios tendrá una importancia de primer orden a la hora de familiarizar a los consumidores con el ecu. Por razones comerciales, las empresas y los minoristas tendrán interés en indicar ambos precios desde el comienzo de la Etapa B y quizás también después de la Etapa C, dado que les convendría dar a sus clientes toda la confianza posible para que pudieran efectuar transacciones en ecus. Además, la generalización de la indicación doble de los precios contribuiría a disipar las sospechas de los consumidores sobre eventuales subidas encubiertas de los precios. Las fuerzas del mercado deberían impelir a todas las empresas a practicar esta doble indicación, incluso a aquellas que realizaran la transición al ecu al principio de la Etapa C.

Queda por saber si las motivaciones comerciales bastarán para generalizar la doble indicación de los precios o si será necesario que se imponga legalmente durante la Etapa B, e incluso cierto tiempo después. La conveniencia de una legislación comunitaria al respecto sigue sometida a debate. La Comisión quiere consultar a todos los grupos representativos de los usuarios de moneda concernidos, con objeto de llegar a un consenso sobre la conveniencia de adoptar una legislación comunitaria en la Etapa B y poder tomar las medidas adecuadas durante la primavera de 1996. El principio de subsidiariedad da a los Estados miembros libertad a la hora de determinar en qué medida serían también precisas normas de obligado cumplimiento a escala nacional.

Durante la elaboración de estas disposiciones de aplicación obligatoria, los Estados miembros deberían velar por mantener un equilibrio entre los intereses del consumidor y el coste de un sistema de doble indicación (a fin de cuentas, todos estos costes podrían repercutirse sobre los consumidores). El coste de la doble indicación depende en buena medida de la generalización de su aplicación. Por ejemplo, un sistema de doble indicación obligatoria de todos los precios resultaría complejo y oneroso. Implicaría que deberían precisarse dos precios sobre todos los productos; las cajas registradoras deberían indicar asimismo el importe de cada operación al mismo tiempo en moneda nacional y en ecus. Una opción menos costosa consistiría en exigir que sólo los importes totales se expresaran en moneda nacional y en ecu (no debería figurar más que una multiplicación en el recibo de caja). Otra opción sería exigir la presentación visible de cuadros de conversión en todas las tiendas. Cualquier tipo de obligación de doble indicación de precios debería determinarse previo acuerdo con los representantes de los fabricantes, los minoristas, las administraciones públicas y los consumidores.

123. Será necesario adoptar estrictas normas legales de redondeo para la conversión de los contratos vigentes (por ejemplo, los salarios o las cuentas bancarias) a partir de las monedas nacionales. El redondeo es una práctica corriente en el sistema financiero actual, que funciona bien y no plantea graves problemas.

Es cierto que sería necesario practicar el redondeo para llegar a cifras fácilmente manejables en los importes que figuran en diversos actos legislativos: reducciones fiscales, tarifas de los servicios públicos, prestaciones de la seguridad social, etc. Las autoridades competentes deberían fijar las cifras caso por caso.

El juego de la competencia reducirá la facultad de los minoristas de utilizar la conversión para aumentar los precios. La incidencia neta del proceso sobre los precios será en principio reducida, puesto que el encarecimiento generado por un redondeo al alza en ciertos artículos se verá compensado por un redondeo a la baja en otros.

124. *En el presente Libro Verde, la Comisión ha tratado de prever, en la medida de lo posible, los grandes problemas a los que se enfrentarían los consumidores. Sin embargo, espera que las organizaciones representativas confirmen su análisis de las principales consecuencias del paso a la moneda única. Sigue abierta a cualquier comentario e información complementarios que le permitan adoptar iniciativas que propicien una transición que no perjudique a los consumidores. Tiene la intención de consultar a todos los grupos representativos de los usuarios de moneda concernidos para llegar a un consenso sobre la conveniencia de una legislación comunitaria que obligara a una indicación doble de los precios, con objeto de que las medidas adecuadas puedan adaptarse durante la primavera de 1996.*

TERCERA PARTE

MARCO JURÍDICO DEL ECU

125. Las economías europeas conforman mercados abiertos con un alto grado de integración, cuyos sistemas jurídicos están muy desarrollados. El buen funcionamiento de una economía moderna y compleja, en la que los agentes económicos están vinculados entre sí por una densa red de derechos económicos, está condicionado por el grado de seguridad jurídica. Para asegurar una transición armónica al ecu, las autoridades comunitarias y de los Estados miembros deben velar por instaurar, mucho antes del inicio efectivo de la Unión Monetaria (Etapa B), el grado de seguridad jurídica que exigen los usuarios de moneda. Esto implica que debe comenzarse a preparar el marco jurídico y a elaborar la legislación precisa lo antes posible, incluso antes de tomarse la decisión de poner en marcha la Unión Monetaria, en la Etapa A.

En este capítulo no se quiere ofrecer un catálogo de todas las medidas jurídicas que exige la introducción de la moneda única, sino apuntar los principales elementos que debería contener el marco jurídico. En particular, deben abordarse rápidamente cinco problemas (1) para disipar la incertidumbre que pesa sobre la introducción del ecu, como son:

— el ecu y las denominaciones nacionales en la Etapa B;

— el curso legal;

— la continuidad de los contratos;

— las normas en materia de redondeo;

— los problemas legales relacionados con los billetes bancarios.

(1) Para la aplicación del modelo de transición a la moneda única deberían adoptarse también medidas legales. En el modelo de referencia presentado en la Primera Parte, sería indispensable contar con una legislación que impusiera la realización de determinadas operaciones en ecus al principio de la Etapa B, como por ejemplo en los sistemas de pagos al por mayor.

Sección 1

El ecu y las denominaciones nacionales en la Etapa B

126. A partir del momento en que el BCE lleve una política monetaria única y en que los tipos de conversión se fijen de manera irrevocable, al comienzo de la Etapa B, el ecu empezará a existir como moneda en sentido propio. Las monedas nacionales serán sustitutas unas de otras; dejarán de ser monedas distintas para convertirse en diferentes denominaciones del ecu.

Durante la Etapa B, las monedas nacionales seguirán existiendo en sentido jurídico, y las disposiciones nacionales relativas a la moneda seguirán en vigor hasta que no se adopten las oportunas medidas legislativas a escala nacional o de la Unión. Al comienzo de la Etapa B, el ecu-cesta se convertirá en ecu-moneda única al tipo de 1 por 1. El SEBC podría emitir ecus en forma de anotaciones en cuenta (puesto que la emisión de billetes exige una legislación específica).

Con arreglo al artículo 109L del Tratado, el ecu se convertiría en una moneda en sentido propio. Las monedas nacionales no se convertirían automáticamente en sus sustitutas desde el punto de vista jurídico. Serían las monedas nacionales las que seguirían cumpliendo la función de unidad de cuenta y de medio de pago dentro de cada país. En ausencia de legislación al respecto, el ecu podría utilizarse como unidad de cuenta y medio de pago si, y sólo si, las partes contratantes así lo decidieran y/o el derecho nacional no impusiera la utilización de la moneda nacional.

127. Sería por lo tanto necesario disponer de una legislación comunitaria, al comienzo de la Etapa B, para que el ecu y las monedas nacionales de los países participantes fueran sustitutos perfectos en sentido jurídico, es decir, para que las monedas nacionales fueran distintas denominaciones del ecu, efectuándose el cambio de denominación con arreglo a tipos de conversión fijados de manera irrevocable, y no con arreglo a tipos de cambio. Por ejemplo, sería preciso legislar a escala comunitaria para que los depósitos bancarios, los pagos y las transacciones en ecus pudieran asimilarse a transacciones en moneda nacional, con arreglo a tipos de conversión fijados de manera irrevocable. Sin embargo, una parte contratante no podrá verse obligada a aceptar un pago en ecus (por ejemplo, un salario) antes de la Etapa C.

Sección 2

Curso legal

128. Decir que una moneda es de curso legal equivale a decir que un acreedor no puede rechazarla como medio de pago. En todos los Estados miembros salvo uno, el curso legal se limita a los billetes de los bancos nacionales (y a las monedas de determinado importe); los cheques, las tarjetas de crédito, las teletransferencias y los billetes extranjeros no tienen curso legal. En los Países Bajos, los depósitos bancarios también tienen curso legal: los acreedores no pueden negarse a recibir pagos por transferencia. Con todo, es raro que se aduzca el concepto de curso legal, que no corresponde ya a los imperativos de las economías modernas. Por consiguiente, será conveniente estudiar si el paso a la moneda única exigirá una armonización de la definición del curso legal entre los países participantes. Por otra parte, en la Unión Monetaria se plantearán varios problemas de interés general:

— las monedas y los billetes en moneda nacional sólo tendrán curso legal en el territorio del país emisor y no circularán en los demás Estados miembros que participen en la Unión Monetaria, de modo que no podrán utilizarse en otro Estado miembro a partir del comienzo de la Etapa B. En cambio, los billetes en ecus, que aparecerán en la Etapa C, serán de curso legal en todo el territorio de la Unión Monetaria;

— durante la Etapa C, los billetes y monedas en moneda nacional dejarán de ser de curso legal, privilegio reservado en lo sucesivo a los billetes y monedas en ecus. La legislación deberá adaptarse a tal efecto. A partir de ese momento, los comerciantes deberán aceptar los billetes y monedas en ecus como medio de pago, pero tendrán la facultad de aceptar o no los billetes y monedas denominados en moneda nacional;

— en determinados Estados miembros (por ejemplo, en Francia e Italia), ciertas disposiciones legales limitan, por razones de orden público, la utilización de billetes para determinados tipos de pagos o para pagos superiores a cierta cuantía. Si no se toman medidas al respecto, estas disposiciones seguirán en vigor;

— las decisiones relativas al curso legal pueden tener implicaciones sobre la regulación de la indicación de los precios, en la medida en que los precios deberían indicarse en la moneda que sea de curso legal;

— si no se adoptan medidas complementarias acerca del curso legal de las monedas, las normas nacionales que rigen el importe máximo que puede pagarse mediante monedas seguirán en vigor.

Sección 3

Continuidad de los contratos

129. En algunos Estados miembros, existen disposiciones que autorizan a una parte contratante a rescindir un contrato o acuerdo o a modificar sus términos sin contar con el consentimiento de la otra parte, en caso de que se produzcan perturbaciones graves de los factores económicos. Los agentes económicos deben tener la certeza de que la instauración de la UEM no perturbará los factores económicos, de modo que los contratos expresados en monedas nacionales o en ecu-cesta no podrán revocarse unilateralmente y deberán por lo tanto renegociarse. Este principio de irrevocabilidad debería ser de carácter universal.

Continuidad de los contratos y paso a la Unión Monetaria

130. La puesta en marcha de la Unión Monetaria no constituirá una perturbación grave desde el punto de vista económico ni jurídico. Las fluctuaciones en el valor de los créditos y de las deudas generadas por una mayor estabilidad monetaria no deberían plantear problemas de continuidad. Esta conclusión se apoya en varias causas. En numerosos países se producen fluctuaciones en los tipos de interés provocadas por un cambio de la política macroeconómica, y forman parte de los elementos de incertidumbre inherentes a la evolución económica. En términos económicos, la participación en la UEM debe contemplarse en el contexto de un compromiso contraído desde hace mucho tiempo y cuyas etapas son previsibles. El

respeto del criterio de convergencia relativo a los tipos de interés a largo plazo propiciará un acercamiento de los tipos de interés de los países participantes en el período anterior al inicio efectivo de la UEM.

Continuidad de los contratos e introducción del ecu

131. Mientras las monedas conserven su existencia jurídica (es decir, hasta la Etapa C), no se plantearán problemas formales de continuidad, dado que los contratos podrán liquidarse en la misma moneda que antes. En el momento en que las monedas nacionales dejen de tener entidad jurídica y se introduzca el ecu, se planteará un problema de continuidad, aunque de tipo básicamente técnico.

No obstante, el momento del cambio estará en función de la naturaleza del contrato de que se trate:

— en el caso de los contratos expresados en ecu-cesta, el cambio a una moneda jurídicamente diferente se dará al comienzo de la Etapa B. La Comisión ya ha adoptado una Recomendación (92/284/CEE) relativa al estatuto jurídico de los contratos expresados en ecu-cesta (1). Como la transformación del ecu, de moneda compuesta a moneda en sentido propio (artículo 109G y apartado 4 del artículo 109L), no modificará per se su valor externo, el Tratado establece que la conversión de la cesta del ecu en la moneda única ecu se hará al tipo de 1 por 1. Por consiguiente, la decisión unilateral de una parte contratante de aplicar un tipo de conversión diferente se considerará una violación de las condiciones contractuales;

— en el caso de los contratos expresados en moneda nacional, la conversión se hará en principio al comienzo de la Etapa C, pero, de acuerdo con el modelo de referencia, podría producirse en la Etapa B en los sectores en que ya se utilizara el ecu. Las partes contratantes podrían decidir, antes de la Etapa C y de común acuerdo, que sus contratos se consideran expresados en ecus.

Medidas legislativas

132. Ni la puesta en marcha de la Unión Monetaria ni la introducción del ecu constituyen una perturbación grave de los factores económicos que justifique la renegociación de millones de contratos en vigor. Las partes contratantes carecerán de argumentos jurídicos para rescindir un contrato o modificar sus términos de manera unilateral. Pero el derecho contractual forma parte integrante de los sistemas jurídicos nacionales y los principios que rigen las condiciones en que puede revocarse un contrato no son los mismos en los diferentes Estados miembros. Por consiguiente, la Comisión invita a los Estados miembros a estudiar las disposiciones de su derecho contractual nacional, con objeto de determinar qué enmiendas cabría adoptar para asegurar la aplicación uniforme del principio de irrevocabilidad en la UEM. En función de los resultados de esta operación, podría adoptarse una serie de medidas legislativas antes de la Etapa A, con objeto de garantizar la aplicación general del principio de irrevocabilidad y evitar que las cláusulas contractuales se vean afectadas por la UEM. Las normas aplicables deberían ser las mismas para todos los Estados miembros y deberían adoptarse por consiguiente a escala de la Unión Europea.

133. Sea como fuere, antes del paso definitivo a la moneda única debería adoptarse una nueva serie de medidas legislativas, para garantizar:

— que las referencias a las monedas nacionales contenidas en todos los contratos se consideren referencias al ecu, excluyendo de este modo cualquier posibilidad de modificación del contrato. Lo mismo debería hacerse con las referencias a cada moneda nacional en los textos legislativos y reglamentarios, así como en todos los documentos. Estas disposiciones harían innecesaria la inserción de cláusulas de continuidad en los contratos;

— que los tipos de conversión adoptados al comienzo de la Etapa B se utilicen para la conversión de la moneda nacional en ecus.

134. En los sectores que hubieran realizado la transición al ecu desde el principio de la Etapa B, de acuerdo con el modelo de referencia, deberían aplicarse medidas legislativas a su debido tiempo. En cuanto a los terceros países, es probable que se dé el reconocimiento de la moneda única como sucesora de las monedas nacionales a los tipos de conversión oficiales («lex monetae»), al igual que el reconocimiento de la continuidad de las demás condiciones de los contratos («lex obligationis»), esto es, los tipos de interés, los cupones y otras obligaciones.

Será conveniente proceder a un examen detenido antes de determinar la oportunidad, en determinados casos, de introducir una legislación complementaria para obligar a los contratantes a informar a las demás partes de la nueva denominación de un contrato.

Sección 4

El problema del redondeo

135. El paso de un régimen monetario que consta de varias monedas a un régimen basado en el ecu planteará inevitablemente problemas de redondeo de los importes expresados en unidades monetarias. En el régimen actual ya se plantea el problema: por ejemplo, los tipos de cambio utilizados en las operaciones de pequeña cuantía suelen tener menos cifras significativas que los aplicados a las operaciones de grandes importes. Al parecer, en el sistema actual estos problemas de redondeo se resuelven sin precisar disposiciones legislativas pormenorizadas al respecto. Sin embargo, en la transición al ecu podrían tener que aclararse ciertos problemas puntuales.

En este sentido, podría ser precisa una legislación para asegurar la aplicación íntegra y uniforme de los tipos de conversión, que comportara normas obligatorias de redondeo (por ejemplo, en todos los contratos a largo plazo como hipotecas, salarios, conversión de saldos financieros). También podría ser necesaria para garantizar una aplicación estricta de los tipos de conversión en todos los casos de doble indicación de los precios. Urge adoptar una decisión sobre estos asuntos, puesto que los bancos y las empresas requieren garantías al respecto, incluso antes del comienzo de la Etapa A.

(1) El Reglamento CE núm. 3320/1994 del Consejo, de 31-12-94 (DO núm. L 350/27), deberá adaptarse, de modo que todas las referencias a la cesta del ecu que figuran en el derecho comunitario se transformen en referencias a la moneda única ecu, siguiendo un tipo de conversión de 1 por 1.

Sección 5

Aspectos jurídicos de los billetes de banco

136. Aunque la elaboración técnica de los billetes sea competencia del IME y su emisión corresponda al SEBC, podría resultar necesaria la adopción de determinadas medidas legislativas. En ese caso, la Comisión, en colaboración con el SEBC, debería formular propuestas legislativas relativas a:

— la protección jurídica de los billetes contra la falsificación;

— las normas relativas a la emisión y utilización no autorizadas de símbolos monetarios (sellos, monedas, billetes u otros instrumentos que se puedan utilizar como medio de pago, en lugar de las monedas o billetes autorizados por la Ley);

— la sustitución de los billetes mutilados o destruidos;

— cuestiones diversas relacionadas con la retirada de los billetes nacionales y la introducción de los billetes en ecus;

— la protección jurídica específica contra una utilización abusiva del nombre de la moneda única debería estudiarse detenidamente, por mucho que el problema no se limite exclusivamente a la legislación relativa a la emisión de los billetes.

137. *Los agentes económicos exigen que se instaure un clima de seguridad jurídica plena mucho antes del comienzo de la Unión Monetaria, en la Etapa B. Por ello deberían emprenderse los preparativos antes de la Etapa A, que corresponde a la adopción de la decisión de la puesta en marcha de la Unión Monetaria. Por consiguiente, la Comisión propone a los Estados miembros que le comuniquen, a más tardar en diciembre de 1995, las enmiendas legislativas exigidas para garantizar que el ecu pueda utilizarse en pie de igualdad con la moneda nacional desde el comienzo de la Etapa B. De acuerdo con estas informaciones, la Comisión tiene la intención de proponer las disposiciones legislativas que considere necesarias a escala comunitaria antes de la primavera de 1996. Estas propuestas cubrirán el conjunto de los problemas tratados en esta Parte, pero se prestará especial atención al estatuto de la moneda única y a la continuidad de los contratos.*

CUARTA PARTE

CAMPAÑAS DE COMUNICACIÓN

Capítulo I

DOS OBJETIVOS PRIORITARIOS: OBTENER EL APOYO DEL PÚBLICO Y FOMENTAR LOS PREPARATIVOS TÉCNICOS

138. La meta de toda estrategia de comunicación es la transmisión estructurada y coordinada de una información adecuada y fiable, en apoyo de unos objetivos dados. Organizada para cimentar la política pública, tal estrategia constituye una contribución de primera magnitud a la transparencia, a la formación del público y al debate democrático: no se trata de manipulación.

Puede afirmarse sin temores que la transición a la moneda única no tendrá éxito sin una estrategia de comunicación claramente definida, tanto para el conjunto de la Unión como para cada uno de los Estados miembros. Sus objetivos primordiales serán obtener el apoyo del público y fomentar los preparativos técnicos necesarios en el sector privado de la economía; conseguirlos dependerá de la buena aplicación de una serie de estrategias de apoyo.

El paso a una moneda única es un proceso dinámico, dividido en las tres etapas ya descritas en el presente Libro Verde. Durante ellas, algunos objetivos de comunicación serán invariables, y otros perderán importancia: por ejemplo, resulta claro que la prioridad de alentar los preparativos técnicos en el sector bancario será menor en la última parte de la Etapa B, ya que para entonces los programas de transición del sector deberán hallarse muy avanzados.

139. Naturalmente, las autoridades públicas —como la Comisión, el Parlamento Europeo, los Estados miembros, los Bancos centrales, el Instituto Monetario Europeo y, una vez establecido, el Sistema Europeo de Bancos Centrales— diseñarán y aplicarán numerosas políticas de comunicación. Es necesario garantizar que todas ellas se complementen y refuercen entre sí; para ello, habrá que tratar importantes aspectos de organización, distribución de responsabilidades, recursos y plazos.

Serán de primerísima importancia las medidas emprendidas por los Estados miembros, que deben asumir la principal responsabilidad de la información al público y de las iniciativas de comunicación dirigidas a sus ciudadanos. Aunque el papel de la Comisión no será desdeñable, el principio de subsidiariedad, unido a la variación cultural, lingüística y estilística, reserva una función crucial a los Estados miembros.

Capítulo II

EL DESAFÍO DE LA COMUNICACIÓN

Sección 1

Dudas y falta de información

140. La experiencia demuestra que los ciudadanos de la Unión dudan que haya una probabilidad real de que se produzca la UEM, además de no estar bien informados sobre lo que significaría la transición a una moneda única. De acuerdo con el grupo de expertos presidido por el Sr. Cees Maas, estas dudas no son mucho menores entre los interlocutores más importantes, cuya cooperación en los preparativos para tal paso resulta fundamental para su éxito.

En general, la credibilidad de la UEM tiende a ser cuestionada por una serie de razones, como son:

— no se acaba de percibir plenamente que el Tratado de la Unión Europea recoge expresamente este compromiso;

— en consecuencia, no existe apenas la consciencia de que 1997 es un objetivo para la moneda única, y de que el 1 de enero de 1999 constituye un plazo legal efectivo para los Estados miembros que reúnan las condiciones necesarias;

— en muchos Estados miembros, los medios de comunicación han transmitido la sensación de que la probabilidad de la UEM ha disminuido con las perturbaciones del Sistema Monetario Europeo en los últimos tres años;

— las economías de varios países aún no cumplen los criterios de convergencia;

— fuera del sector empresarial, la confianza en la UEM entre las clases más influyentes ha dado la impresión

de ser escasa y titubeante, y de olvidar sus numerosos aspectos positivos.

Las políticas de comunicación no pueden superar todos estos puntos débiles, pero sí tratar de crear un clima de opinión más informada sobre la moneda única. Y, tras la adopción de las principales decisiones políticas, pueden ayudar a movilizar apoyo y acción.

Sección 2

Un apoyo desigual

141. Los datos de opinión disponibles muestran que en todos los Estados miembros (salvo Suecia, Finlandia y Austria, para los que no existen datos equivalentes) la población está cada vez menos convencida de que la moneda única vaya a estar en uso para el año 2000. En junio de 1991, tal era la creencia de un 64 por 100; para junio de 1994, sólo el 51 por 100 creía en la perspectiva: una mayoría muy justa. En Dinamarca, Alemania, Grecia y Reino Unido, las personas convencidas eran minoría, mientras que en Portugal constituían exactamente el 50 por 100 de la muestra.

Otros datos recogidos muestran proporciones muy altas (más de un tercio de los europeos) que nunca han oído hablar del ecu, y una fuerte resistencia a utilizarlo como moneda única en Austria, Dinamarca, Alemania y Reino Unido. Sólo un poco más de la mitad de los que respondieron manifestaron el deseo de profundizar en el conocimiento de sus ventajas.

Los que pudieron señalar ventajas pensaban que los principales beneficios recaerían sobre las empresas, y que la posición competitiva de Europa se vería reforzada en el mercado mundial. Y sólo un 46 por 100 aproximado opinaba que el ecu sería de ayuda ante futuros problemas económicos.

Sin embargo, teniendo en cuenta que casi seis europeos de cada diez se declaran «bastante» o «muy» partidarios de la moneda única, puede decirse que las actitudes de los ciudadanos en toda la Unión (a Doce) son alentadoramente positivas, aunque lo son en bastante menor medida en algunos Estados miembros. Es éste un terreno fértil para cimentar los esfuerzos por informar al público sobre las ventajas de una moneda única y sobre qué esperar durante la transición.

Capítulo III

DETERMINACIÓN DE UNA ESTRATEGIA DE COMUNICACIÓN

142. Ambos objetivos —obtener el apoyo del público y alentar los preparativos técnicos— tendrán la misma relevancia durante el período que se inicia con la publicación del presente Libro Verde para culminar con la introducción de billetes y monedas. Sin embargo, los esfuerzos y recursos que habrá que poner en juego no serán homogéneos en todas las etapas, dada la naturaleza del ejercicio de transición.

Aunque debe ayudarse al público a comprender desde el principio qué está ocurriendo y cuáles son sus causas, la primera prioridad —al menos hasta que comience la Etapa B— es fomentar los necesarios preparativos en los sectores financiero y bancario y en las administraciones públicas. Tras ello, la prioridad de comunicar la situación al gran público crecerá a medida que se vaya ampliando el uso (no líquido) del ecu hasta englobar a las empresas privadas, e incluso a un determinado número de individuos, y en proporción con la proximidad de la fecha de sustitución de los billetes y monedas.

Además, una correcta transición técnica en el sector financiero tendrá sin duda un efecto positivo sobre la percepción general de la moneda única.

Para determinar la estrategia de comunicación, lo más idóneo es partir de los plazos de referencia mencionados en el presente Libro Verde, comenzando por un período preliminar iniciado por la publicación del presente Libro Verde.

Sección 1

Del Libro Verde al comienzo de la Etapa A

143. El presente Libro Verde representa el primer paso para tratar con las tareas y objetivos de comunicación anteriormente expuestos. La Comisión, consciente de que es imprescindible una amplia movilización en el frente de las comunicaciones, tiene previsto organizar en otoño una Mesa Redonda sobre los objetivos y estrategias necesarias para alcanzarlos. En dicha mesa estarán representados en particular el Parlamento Europeo, las Administraciones de los Estados miembros, el Instituto Monetario Europeo, los medios de comunicación, los sectores financiero y bancario, las empresas multinacionales, los consumidores y las organizaciones sindicales. El objetivo será el lanzamiento de campañas coordinadas a partir de principios de 1996.

Al mismo tiempo, la Comisión está realizando el máximo esfuerzo por que los principales mensajes del presente Libro Verde lleguen realmente a sus destinatarios. Para ello, se publicará en otoño un prospecto dirigido al gran público; se está asimismo estudiando el mejor modo de satisfacer la creciente demanda de información que surgirá previsiblemente tras la publicación del Libro Verde, así como las decisiones finales acerca del modelo de transición.

144. En esta etapa, las dos tareas principales son:

— movilizar a los más importantes usuarios de moneda para que inicien los preparativos técnicos ante la transición. En esta categoría se incluye a los bancos y establecimientos financieros, negociadores de instrumentos financieros, empresas de contabilidad y seguros, grandes empresas con actividades transfronterizas, administraciones y servicios públicos, operadores y usuarios de expendedores automáticos;

— informar al gran público de las ventajas de la moneda única, y responder a las demandas de información sobre la transición.

Dichas tareas traducen los siguientes objetivos de comunicación:

para fomentar los preparativos técnicos:

— conseguir que los principales usuarios se convenzan de que la introducción de la moneda única, objetivo inscrito en el Tratado, se cumplirá realmente, lo que les espoleará a invertir en prepararse para el cambio;

— convencer que es urgente iniciar los preparativos;

— asegurar que los interesados comprenden y aceptan los requisitos técnicos para la transición;

— superar las preocupaciones sobre la viabilidad de la transición;

para informar al gran público:

— explicar las ventajas de la moneda única;

— explicar las principales directrices del modelo de transición;

— fomentar la aceptación de la moneda única como equivalente a la moneda nacional más fuerte;

— aliviar las preocupaciones sobre el impacto del cambio sobre las pensiones, ahorros, cuentas bancarias, etcétera.

Sección 2

Tras el comienzo de la Etapa A

Durante la Etapa A: puesta en marcha de la Unión Económica y Monetaria

145. Durante este período, las tareas y objetivos mencionados seguirán siendo sustancialmente los mismos. No obstante, los Estados miembros participantes deberían asumir plenamente la responsabilidad de informar y movilizar a sus propios usuarios clave, así como la de emitir información de índole general, dirigida al gran público, sobre los cambios legislativos y administrativos que tengan lugar.

Durante la Etapa B: inicio efectivo de la UEM y formación de una masa crítica de actividades en ecus

146. Tras el inicio de la Etapa B, cobrará una creciente prioridad la tarea de preparar al público para la sustitución de la moneda nacional por billetes y monedas en moneda única. Antes de este paso, será necesario que durante unos seis meses se emprendan intensas campañas para educar y familiarizar al público con la nueva situación: entre otras cosas, debería iniciarse la indicación simultánea de todos los precios en ambas monedas, junto con otras muchas medidas que se exponen más adelante.

Durante la Etapa C: generalización de la moneda única

147. Las campañas de educación del público deberían continuar durante algún tiempo después de la retirada de las monedas nacionales. Debe prestarse una atención especial a las necesidades de las personas de edad y de aquellos aquejados de minusvalías de la vista.

Diversas acciones se llevarían a cabo a escala tanto comunitaria como nacional, durante los diferentes momentos de la transición. Por ejemplo, las siguientes:

— debe hacerse todo lo posible para implicar a las organizaciones representativas, cuya privilegiada posición con respecto a los ciudadanos les faculta para llegar a amplios sectores del público (asociaciones de consumidores, sindicatos, federaciones industriales, organizaciones de PYME, cámaras de comercio, asociaciones profesionales, uniones y grupos de interés especial como son las organizaciones de ciegos);

— un recurso especialmente productivo puede ser lanzar campañas especiales de información dentro de los colegios, medio idóneo para introducir en todos los hogares un grado de conocimiento e interés en torno a la moneda única. Además, los niños constituyen por derecho propio un importante sector de usuarios de moneda;

— convendría igualmente emprender campañas dirigidas a los desfavorecidos sociales, que podrían ser realizadas por sus propias organizaciones de representación, las asociaciones de beneficencia y otros grupos de voluntarios;

— obviamente, debe ofrecerse a los medios de comunicación, que influirán decisivamente sobre la percepción y actitud del público, un flujo constante de información escrita y audiovisual de gran calidad;

— la doble indicación de los precios en ambas monedas podría comenzar con el inicio de la Etapa B, y continuar durante algún tiempo después de que los billetes y monedas nacionales se hayan retirado de la circulación;

— deberían celebrarse acontecimientos especiales (concursos, loterías, eventos deportivos) para estimular el interés en la moneda única y hacer que el público se familiarice con ella;

— sería asimismo pertinente organizar ensayos experimentales de la moneda única en algunos lugares, en que los consumidores utilizarían realmente copias de los billetes y monedas;

— debe hacerse todo lo posible para facilitar la comprensión y uso de la nueva moneda; ello significa una abundante distribución de tablas de conversión (que expliquen los tipos de conversión, las normas de redondeo y la denominación de billetes y monedas), y puede preverse también ofrecer calculadoras programadas (por ejemplo, a pensionistas) capaces de convertir de la moneda nacional a la única, y viceversa, simplemente pulsando un botón.

Sección 3

Organización

148. *A escala comunitaria:* será necesario coordinar las actividades de comunicación de las instituciones, de manera que resulte claramente comprensible para los usuarios de las monedas. Una sugerencia sería crear un Grupo de Trabajo («Task Force») que represente a las diversas instituciones de la Comunidad.

149. Los Estados miembros —responsables primordiales de la información y comunicación— disponen de numerosas posibilidades organizativas: deben decidir sobre la conveniencia de crear un órgano central de coordinación para medidas no legislativas, o si resulta preferible implantar varios órganos de estas características, de ámbito regional y local. Para las empresas privadas, asociaciones representativas y público en general, sería extremadamente útil contar con un solo punto de contacto, que podría además ser un idóneo foro de diálogo con todos los usuarios de moneda.

Si se decide establecer un coordinador central, los Gobiernos deberán escoger entre atribuir la responsabilidad a sus administraciones o delegar las tareas a un «Comité de Moneda Única» semiindependiente, en la misma línea del

organismo británico que supervisó la conversión de las libras esterlinas a un sistema monetario decimal.

Una vez determinados con precisión los objetivos de comunicación, es esencial que los Estados miembros, la Comisión y el IME supervisen la evolución de todo el proceso. Existen numerosas formas de llevar a cabo esta tarea; por ejemplo es posible realizar periódicamente encuestas de opinión. La tarea de supervisión puede ser compartida; en cualquier caso, sería oportuno analizar la situación al menos dos veces al año, y con mayor frecuencia tras el comienzo de la tercera fase. Todas las estrategias de comunicación deberían revisarse a la luz de las conclusiones resultantes.

150. *Huelga insistir sobre la importancia de unas comunicaciones públicas efectivas y certeras para el éxito del paso a una moneda única. La Comisión tiene intención de subrayar esta prioridad con la organización en otoño de una Mesa Redonda entre todos los implicados en el cambio, públicos y privados, para debatir objetivos y estrategias, entre los que se contará la organización y distribución de las responsabilidades.*

Como primer paso, y antes de los debates de la Mesa Redonda en otoño, la Comisión invita a los Estados miembros a establecer un punto de contacto al que los usuarios de monedas puedan plantear preguntas sobre la UEM. Dicho punto de contacto podría asimismo recoger las reacciones a los aspectos abordados en el presente Libro Verde.

Capítulo IV

SEGUIMIENTO DEL LIBRO VERDE

151. El presente Libro Verde está concebido para despertar entre los usuarios de monedas la conciencia de que va a introducirse una moneda única, y para alentar a que las partes interesadas reflexionen sobre las implicaciones prácticas de tan importante cambio.

A tal fin, la Comisión desea animar a todos los grupos de usuarios de monedas (bancos y entidades financieras, los participantes en sistemas de pagos, las administraciones públicas, empresas y consumidores) a reflexionar sobre las implicaciones del paso a una moneda única. La Comisión sugiere que se creen grupos de trabajo en las instancias apropiadas (como por ejemplo las organizaciones de consumidores, federaciones industriales, asociaciones profesionales, sindicatos, administraciones públicas) para proponer respuestas al presente Libro Verde antes de diciembre de 1995.

En otoño de 1995, la Comisión va a organizar una Mesa Redonda sobre las estrategias de comunicación, con vistas al lanzamiento de campañas coordinadas a principios de 1996.

La Comisión invita a los Estados miembros, antes del final de 1995, a que le informen sobre:

— el avance de la revisión de las medidas legislativas nacionales necesarias para la introducción de la moneda única;

— el programa de organización de campañas de comunicación;

— la creación de grupos de trabajo en las administraciones públicas, que analicen los cambios administrativos necesarios para introducir la moneda única, así como los cambios requeridos en la actual legislación que contiene referencias a las monedas nacionales. Se invita asimismo a los Estados miembros a informar sobre los planes de establecimiento de una estructura nacional que coordine la supervisión del cambio a la moneda única.

Una vez recibidas y estudiadas las reacciones de todos los grupos de usuarios y de los Estados miembros al Libro Verde, la Comisión desarrollará y aplicará en 1996 los oportunos programas técnicos y legislativos. En función de las áreas, tal proceso tendrá lugar partiendo de una constructiva cooperación con las demás autoridades implicadas, y en particular el Consejo, el Parlamento Europeo y el IME.

Resumen de las conclusiones prácticas

El sector financiero y bancario

La Comisión invita a los bancos y a los operadores de los mercados financieros y de sistemas de pagos, que resultarán afectados por la introducción de la moneda única, a reflexionar sobre las ideas y propuestas contenidas en el Libro Verde. La Comisión agradecería se le presentasen antes de final de año cualesquiera ideas y reacciones al respecto; las conclusiones presentadas por las asociaciones profesionales serán de la mayor importancia. La Comisión sugiere que los Estados miembros implanten un marco institucional de coordinación de las actividades de todos los implicados.

La Comisión invita a los bancos a reflexionar y presentar sus ideas sobre el modelo de referencia y sus implicaciones técnicas, así como sus sugerencias sobre la mejor forma de transformar dicho modelo en un programa de transición para los sectores bancario y financiero, antes de finales de año. En particular, la Comisión daría la bienvenida a sus opiniones sobre la formación de una masa crítica de actividades en ecus al inicio de la Unión Monetaria, y sobre el plazo necesario para la plena introducción de la moneda única.

Se invita a los operadores y usuarios de sistemas de pagos a reflexionar y aportar sus opiniones acerca de las implicaciones técnicas del modelo de referencia antes de diciembre de 1995. Partiendo de estas consultas, la Comisión, en el curso de 1996, adoptará las oportunas medidas comunitarias para una introducción armoniosa de la moneda única. Además, la Comisión estima que debería aprovecharse la oportunidad de oro que ello ofrece para avanzar hacia el objetivo general de un «área de pagos» que se corresponda con el espacio del mercado único. La interoperabilidad de los sistemas de pagos dentro de la UE debería asociarse a la moneda única.

Administraciones públicas

La Comisión considera que las administraciones públicas, en todos sus niveles, deben asumir el liderazgo en los preparativos para la introducción del ecu. Con este fin, la Comisión propone las medidas que a continuación se exponen.

— *La creación de grupos de trabajo en otras instituciones comunitarias, para examinar las repercusiones de la introducción del ecu. Entre otras cosas, dichos grupos de trabajo podrían estimar la necesidad de modificaciones legislativas y la introducción del ecu en operaciones presupuestarias.*

— *Resultaría útil que las administraciones públicas nacionales establecieran, a todos los niveles, grupos de trabajo para examinar y planificar las medidas legislativas y administrativas necesarias para garantizar una introducción armoniosa del ecu. Sería asimismo conveniente que los avances y conclusiones de tales grupos de trabajo fuesen comunicados a la Comisión antes de diciembre de 1995, con vistas a organizar un intercambio de opiniones sobre los problemas técnicos apreciados. Los Estados miembros podrían igualmente considerar la necesidad de crear una estructura nacional de coordinación para la introducción de la moneda única.*

— *Sería recomendable que las administraciones y servicios públicos, en la medida de lo posible, pusieran en práctica la doble indicación de precios en ambas monedas, como medio de familiarizar al público en general con el ecu en el inicio de la Etapa B. Ejemplos de casos en que se podría establecer esta doble indicación de precios son las facturas de gas, electricidad, agua, declaraciones fiscales, peajes, etc. La doble indicación podría mantenerse durante algún tiempo tras el inicio de la Etapa C, aun más allá de la retirada final de la circulación de los billetes y monedas nacionales.*

Empresas

La Comisión invita a las empresas y asociaciones profesionales y representativas —incluidas en especial las que representan a las PYME— a analizar los efectos que la introducción del ecu tendrá en su sector o profesión particular. Dentro de las empresas y asociaciones, se sugiere la creación de grupos de trabajo que encaucen las respuestas al Libro Verde, cataloguen las medidas de cambio necesarias y enumeren las decisiones legislativas y técnicas requeridas de los gobiernos y administraciones públicas. Sería de gran utilidad nombrar un responsable de la moneda única en cada organización representativa. La Comisión invita a los Estados miembros a facilitar la creación de este tipo de grupos de trabajo en el medio empresarial.

Además, la Comisión sugiere que los Estados miembros establezcan un marco de coordinación de las actividades de las empresas y organizaciones privadas. Ello podría evitar la duplicación de trabajo y alentar a compartir experiencias e ideas. La Comisión propone asimismo que las autoridades nacionales implanten un único punto de contacto de información y asistencia sobre la introducción del ecu.

Consumidores

A lo largo del presente Libro Verde, la Comisión ha hecho todo lo posible por anticipar los principales problemas a que se enfrentarán los consumidores. Sin embargo, corresponde a las organizaciones representativas del sector confirmar o modular sus estimaciones sobre los principales efectos de la introducción del ecu. En consecuencia, serán bienvenidas cualesquiera observaciones y datos adicionales que puedan resultar útiles al desarrollo de políticas que garanticen una transición serena para los consumidores. La Comisión tiene la intención de consultar a todos los usuarios de monedas implicados, con vistas a alcanzar un consenso sobre la necesidad de legislación comunitaria que obligue a la doble indicación de los precios, de forma que puedan adoptarse las medidas adecuadas en primavera de 1996.

Marco jurídico

Los operadores económicos exigen que se instaure una total seguridad jurídica mucho antes del comienzo de la Etapa B de la unión monetaria. En consecuencia, es necesario comenzar los preparativos con gran antelación al inicio de la Etapa A, que arranca con la decisión de poner en marcha la Unión Monetaria. Así, la Comisión propone que, antes de diciembre de 1995, los Estados miembros informen sobre los cambios legislativos necesarios para garantizar que la moneda única puede también utilizarse como moneda nacional a partir del inicio de la Etapa B. Partiendo de dichos informes, la Comisión tiene la intención de presentar proyectos de propuestas referentes al marco legal comunitario para la primavera de 1996.

Tales propuestas cubrirán los aspectos mencionados en el Libro Verde, con una atención particular al estatuto de la moneda única y a la continuidad de los contratos.

Comunicación

Huelga insistir sobre la importancia de unas comunicaciones públicas bien diseñadas y eficaces para el éxito de la transición a la moneda única. La Comisión tiene la intención de subrayar esta prioridad organizando en otoño una mesa redonda entre todos los sectores, públicos y privados, implicados en el cambio, para debatir los objetivos y estrategias; ello incluirá la organización y distribución de responsabilidades.

Como primer paso, y antes de los debates de la mesa redonda de otoño, la Comisión invita a los Estados miembros a establecer un punto de contacto al que los usuarios de moneda puedan plantear sus interrogantes con respecto a la UEM. Tal punto de contacto podría asimismo recoger las reacciones a las cuestiones abordadas en el presente Libro Verde.

MARCO LEGAL PARA LA INTRODUCCIÓN DEL EURO VERSIÓN DEL 13-14 DE DICIEMBRE DE 1996 DISCUTIDO POR EL CONSEJO EUROPEO EN DUBLÍN

PROPUESTA DE REGLAMENTO DEL CONSEJO [...] ACERCA DE ALGUNAS DISPOSICIONES RELATIVAS A LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

El Consejo de la Unión Europea,

Teniendo en cuenta el Tratado que establece la Unión Europea y en concreto el Artículo 235,

Teniendo en cuenta el objetivo de la Comisión,

Teniendo en cuenta la opinión del Parlamento Europeo,

Teniendo en cuenta la opinión del Instituto Monetario Europeo,

(1) Considerando que el Consejo Europeo ha confirmado en la reunión mantenida en Madrid los días 15 y 16 de diciembre de 1995, que la Tercera fase de la Unión Económica y Monetaria comenzará el 1 de enero de 1999 según se establece en el Artículo 109 j (4) del Tratado; considerando, que los Estados miembros que adopten el euro como moneda única conforme al Artículo 109 k del Tratado serán definidos a efectos del presente reglamento como los «Estados miembros participantes»;

(2) Considerando que, con motivo de la reunión del Consejo Europeo, celebrada en Madrid el 15-16 de diciembre de 1995, se decidió que el término «ECU» utilizado por el Tratado para referirse a la unidad monetaria europea es un término genérico; considerando que «los gobiernos de los quince Estados miembros han conseguido un acuerdo común acerca de que esta decisión es la interpretación definitiva a las disposiciones correspondientes del Tratado»; considerando que el nombre dado a la moneda europea será «euro»; considerando que el euro, como la moneda de los Estados miembros participantes, se dividirá en cien subunidades con el nombre de «cent»; considerando que el Consejo Europeo, además, consideró que el nombre de la moneda única debería ser el mismo en todas las lenguas oficiales de la Unión Europea, teniendo en cuenta la existencia de alfabetos diferentes;

(3) Considerando que el reglamento del Consejo acerca de la introducción del euro se adoptará conforme a la tercera frase del Artículo 109 l (4) del Tratado, tan pronto como se conozcan los Estados miembros participantes, con objeto de definir el marco legal para el uso del euro; considerando que el Consejo, conforme a la primera frase del Artículo 109 l (4), adoptará los tipos de conversión irrevocablemente fijos cuando actúe al inicio de la Tercera fase;

(4) Considerando que, en el proceso del mercado común y del cambio a la moneda única, es preciso proporcionar certeza legal a los ciudadanos y empresas de todos los Estados miembros en relación con algunas disposiciones acerca de la introducción del euro, con suficiente antelación al inicio de la Tercera fase; considerando que esta certeza legal en una etapa inicial permitirá que los ciudadanos y las empresas se preparen para proceder bajo óptimas condiciones;

(5) Considerando que la tercera frase del Artículo 109 l (2) que permite al Consejo, actuando con la unanimidad de todos los Estados miembros participantes, adoptar «otras medidas necesarias para la rápida introducción del euro... la moneda única», sólo estará disponible como base legal cuando se hayan decidido, conforme al Artículo 109 j (4), los Estados miembros que cumplen las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única; considerando que, por tanto, es preciso utilizar el Artículo 235 como base legal para aquellas disposiciones en las que exista urgencia de certeza legal; considerando por lo tanto, que el reglamento del Consejo acerca de algunas disposiciones relativas a la introducción del euro y el reglamento del Consejo acerca de la introducción del euro, proporcionarán el marco legal para el euro, cuyos principios fueron acordados por el Consejo Europeo en Madrid; considerando que la introducción del euro concierne a las operaciones diarias del conjunto de la población de los Estados miembros participantes; considerando que otras medidas diferentes de las recogidas en este reglamento y en el que se adoptará conforme a la tercera frase del Artículo 109 1 (4), deberían examinarse para asegurar un cambio equilibrado, en particular para los consumidores;

(6) Considerando que el ECU del modo en que se hace referencia en el Artículo 109 g del Tratado y según se define en el reglamento del Consejo núm. 3320/94, dejará de definirse como cesta de las monedas que lo forman, el 1 de enero de 1999 y que el euro pasará a ser una moneda de pleno derecho; considerando la decisión del Consejo relacionada con el hecho de que la adopción de los tipos de conversión no modificará por sí misma el valor externo del ECU; considerando que esto significa que un ECU en su composición como cesta de monedas se convertirá en un euro; considerando que el reglamento del Consejo núm. 3320/94 pasa a estar obsoleto y debería ser derogado; considerando que cuando aparezcan referencias al ECU en instrumentos legales bajo la ley privada, se supondrá que las partes han acordado referirse al ECU del modo en que se hace referencia en el Artículo 109 g del Tratado y según se definió en el reglamento del Consejo núm. 3320/94; considerando tal presunción refutable teniendo en cuenta las intenciones de las partes;

(7) Considerando que el principio de que la continuidad de los instrumentos no se verá afectado por la introducción de una nueva moneda es un principio legal generalmente aceptado; considerando que debe respetarse el principio de libertad contractual; considerando que, el principio de continuidad debería ser compatible con cualquier acuerdo entre las partes relacionado con la introducción del euro; considerando que, con objeto de refor-

zar la claridad y la certeza legal, resulta apropiado confirmar explícitamente que dicho principio de continuidad de los contratos y de otros instrumentos legales se aplicará entre las anteriores monedas nacionales y el euro y entre el ECU del modo en que se hace referencia en el Artículo 109 g del Tratado y se define en el reglamento del Consejo (EC), y el euro; considerando que este hecho implica en el caso concreto de los instrumentos con tipo de interés fijo, que la introducción del euro no variará el tipo de interés nominal a pagar por el deudor; considerando que las disposiciones acerca de la continuidad sólo pueden cumplir su objetivo de proporcionar certeza y transparencia legal a los agentes económicos, en particular para los consumidores, si entran en vigor lo antes posible;

(8) Considerando que la introducción del euro constituye una modificación de la ley monetaria de cada Estado miembro participante; considerando que el reconocimiento de la ley monetaria de un Estado es un principio universalmente aceptado; considerando que la confirmación explícita del principio de continuidad de los contratos debería conducir al reconocimiento de la continuidad de los mismos y de otros instrumentos legales en la jurisdicción de terceros países;

(9) Considerando que el término «contrato» utilizado en la definición de instrumentos legales está expresado para que incluya todo tipo de contratos, sin tener en cuenta el modo en que se han acordado;

(10) Considerando que el Consejo cuando actúe conforme a la primera frase del Artículo 109 l (4) del Tratado definirá los tipos de conversión del euro en términos de cada moneda nacional de los Estados miembros participantes; considerando que estos tipos de conversión deberían utilizarse para todas las conversiones entre el euro y las unidades monetarias nacionales o entre las propias unidades nacionales; considerando que en todas las conversiones entre unidades monetarias nacionales un algoritmo fijo debería definir el resultado; considerando que el uso de tipos inversos de conversión implicaría un redondeo de los tipos y podría provocar imprevisiones significativas, especialmente si afecta a grandes importes;

(11) Considerando que la introducción del euro requiere el redondeo de los importes monetarios; considerando que es esencial una pronta indicación de las reglas de redondeo a lo largo del proceso del mercado común y con objeto de permitir un tiempo suficiente de preparación y una transición tranquila a la Unión Económica y Monetaria; considerando que estas reglas no afectan a ninguna práctica, acuerdo o disposición nacional de redondeo que origine un mayor grado de exactitud en los cálculos intermedios;

(12) Considerando que, con objeto de conseguir un alto grado de precisión en las operaciones de conversión, los tipos de conversión deberían definirse con seis cifras significativas; considerando que un tipo con seis cifras significativas es un tipo que contando desde la izquierda y comenzando por la primera cifra que no sea cero, tenga seis cifras;

HA ADOPTADO EL SIGUIENTE REGLAMENTO:

Artículo 1

Para el objetivo de este reglamento:

— «instrumentos legales» hace referencia a las disposiciones legislativas y estatutarias, leyes administrativas, decisiones judiciales, contratos, leyes unilaterales, instrumentos de pago que no sean billetes o monedas y otros instrumentos que tengan efecto legal;

— «Estados miembros participantes» hace referencia a los Estados miembros que adopten la moneda única, de acuerdo con el Tratado;

— «tipos de conversión» se refiere a los tipos de conversión irrevocablemente fijos adoptados por el Consejo conforme a la primera frase del Artículo 109 l (4) del Tratado;

— «unidades monetarias nacionales» se refiere a las unidades de las monedas de los Estados miembros participantes, según se definan el día anterior al inicio de la Tercera fase de la Unión Económica y Monetaria;

— «unidad euro» es la unidad de la moneda única, definida en el reglamento del Consejo acerca de la introducción del euro, que entrará en vigor en la fecha de inicio de la Tercera fase de la EMU.

Artículo 2

(1) Todas las referencias al ECU en instrumentos legales (del modo en que lo hace el Artículo 109 g del Tratado y se define en el reglamento del Consejo núm. 3320/94) que aparezcan en instrumentos legales se sustituirán por una referencia al euro aplicando un tipo de un euro igual a un ECU. Las referencias al ECU en instrumentos legales que no tengan esta definición, se supondrá que hacen referencia al mismo que el Artículo 109 g del Tratado y según se definió en el reglamento del Consejo núm. 3320/94, siendo tal suposición refutable teniendo en cuenta las intenciones de las partes.

(2) El reglamento del Consejo núm. 3320/94 será derogado.

(3) Este Artículo se aplicará desde el 1 de enero de 1999, según establece el Artículo 109 j (4).

Artículo 3

La introducción del euro no tendrá efecto para alterar ningún término de un instrumento legal ni para liberar o excusar del cumplimiento de las obligaciones contraídas a través de los mismos, ni para otorgar el derecho a alguna de las partes para alterar o rescindir unilateralmente un instrumento legal. Esta disposición está sujeta a cualquier condición acordada expresamente por las partes.

Artículo 4

(1) Los tipos de conversión se adoptarán como un euro expresado en términos de cada una de las monedas nacionales de los Estados miembros participantes. Dichos tipos se adoptarán con seis cifras significativas.

(2) Los tipos de conversión no se redondearán ni truncarán cuando se realicen conversiones.

(3) Los tipos de conversión se utilizarán en las conversiones entre el euro y las unidades monetarias naciona-

les. Los tipos inversos derivados de los tipos de conversión no se utilizarán.

(4) Los importes monetarios que se vayan a convertir de una unidad monetaria nacional a otra, primero se convertirán en importes monetarios denominados en euros, que pueden redondearse al menos con tres decimales y a continuación convertirse a la otra unidad monetaria nacional. No pueden utilizarse métodos alternativos de cálculo a menos que originen el mismo resultado.

Artículo 5

A la hora de hacer el redondeo después de una conversión a euros, conforme al Artículo 4, los importes monetarios que se vayan a pagar o contabilizar, se redondearán por exceso o por defecto al céntimo más cercano. Los importes monetarios que se vayan a pagar o a contabilizar, que estén convertidos a una unidad monetaria nacional, se redondearán por exceso o por defecto a la subunidad más próxima (en ausencia de una subunidad, a la unidad más próxima) o, de acuerdo con las leyes o prácticas nacionales, a un múltiplo o una fracción de la subunidad o la unidad de la moneda nacional. Si la aplicación del tipo de conversión proporciona un resultado que se encuentre justo en la mitad, deberá redondearse por exceso.

Artículo 6

Este reglamento entrará en vigor el día siguiente a la publicación en el Diario Oficial.

Este reglamento será vinculante en su totalidad y aplicable directamente en todos los Estados miembros.

PROPUESTA DE REGLAMENTO DEL CONSEJO [...] ACERCA DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

El Consejo de la Unión Europea,

Teniendo en cuenta el Tratado que establece la Unión Europea y en concreto la tercera frase del Artículo 109 l (4),

Teniendo en cuenta el objetivo de la Comisión,

Teniendo en cuenta la opinión del Banco Central Europeo,

Teniendo en cuenta la opinión del Parlamento Europeo,

(1) Considerando que este reglamento define las disposiciones legales monetarias de los Estados miembros que adopten el euro; considerando las disposiciones relativas a la continuidad de los contratos, la sustitución de las referencias al ECU en los instrumentos legales por referencias al euro y que el redondeo ya ha sido establecido en el reglamento del Consejo [...]; considerando que la introducción del euro concierne a las operaciones diarias del conjunto de la población de los Estados miembros participantes; considerando que otras medidas diferentes de las recogidas en este reglamento, y en el reglamento acerca de algunas disposiciones relativas a la introducción del euro, deberían examinarse para asegurar un cambio equilibrado, en particular para los consumidores;

(2) Considerando, con motivo de la reunión del Consejo Europeo, celebrada en Madrid el 15-16 de diciembre de 1995, que se decidió que el término «ECU» utilizado por el Tratado para referirse a la unidad monetaria europea es un término genérico; considerando que «los gobiernos de los quince Estados miembros han conseguido un acuerdo común acerca de que esta decisión es la interpretación definitiva a las disposiciones correspondientes del Tratado»; considerando que el nombre dado a la moneda europea será «euro»; considerando que el euro como la moneda de los Estados miembros participantes, se dividirá en cien subunidades con el nombre de «cent»; considerando que la definición de «cent» no impide la utilización de variantes de este término de uso común en los Estados miembros; considerando que el Consejo Europeo, además, consideró que el nombre de la moneda única debería ser el mismo en todas las lenguas oficiales de la Unión Europea, teniendo en cuenta la existencia de alfabetos diferentes;

(3) Considerando que cuando el Consejo actúe conforme a la tercera frase del Artículo 109 l (4) del Tratado, tomará las medidas necesarias para una rápida introducción del euro distintas de la adopción de los tipos de conversión;

(4) Considerando que, conforme al Artículo 109 k (2) del Tratado, cada vez que un Estado miembro pase a ser un Estado miembro participante, el Consejo, conforme al Artículo 109 l (5) del Tratado, tomará las medidas necesarias para la rápida introducción del euro como moneda única de dicho Estado miembro;

(5) Considerando que, conforme al Artículo 109 l (4) del Tratado, el Consejo adoptará en la fecha de inicio de la Tercera fase los tipos de conversión a los cuales las monedas de los Estados miembros participantes quedarán fijados irrevocablemente y a cuyo tipo irrevocablemente fijo sustituirá el euro a dichas monedas;

(6) Considerando que, dada la ausencia de riesgo de tipo de cambio entre la unidad de euro y las unidades de monedas nacionales o entre dichas unidades de monedas nacionales, las disposiciones legislativas se interpretarán en consecuencia;

(7) Considerando que el término «contrato» utilizado en la definición de instrumentos legales está expresado para que incluya todo tipo de contratos, sin tener en cuenta el modo en que se han acordado;

(8) Considerando que, con objeto de preparar un cambio correcto al euro, es preciso un período de transición entre la sustitución de las monedas de los Estados miembros por el euro y la introducción de los billetes y las monedas de euros; considerando, por tanto, que se establece una equivalencia legal entre la unidad de euro y las unidades monetarias nacionales;

(9) Considerando que, conforme al Artículo 109 g del Tratado y al reglamento del Consejo [...] acerca de algunas disposiciones relativas a la introducción del euro, el euro sustituirá al ECU como unidad de cuenta de las instituciones de la Comunidad Europea, desde el 1 de enero de 1999; considerando que el euro debería ser también la unidad de cuenta del Banco Central Europeo (ECB) y de los bancos centrales de los Estados miembros participantes; considerando que, de acuerdo con las conclusiones de Madrid, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (ESCB) llevará a cabo las operaciones de política monetaria en euros; considerando que esto no impide que los

bancos centrales nacionales mantengan cuentas en sus unidades monetarias nacionales durante el período de transición, particularmente para sus empleados o para las administraciones públicas;

(10) Considerando que cada Estado miembro participante puede permitir el pleno uso del euro en su territorio durante el período de transición;

(11) Considerando que durante el período de transición, los contratos, las leyes nacionales y otros instrumentos legales podrán redactarse en euros o en moneda nacional, de manera válida; considerando que durante este período, ningún punto de este reglamento debería afectar a la validez de cualquier referencia a una unidad monetaria nacional que aparezca en un instrumento legal;

(12) Considerando que, salvo que se acuerde lo contrario, los agentes económicos deben respetar la denominación de un instrumento legal en todos los actos realizados bajo ese instrumento;

(13) Considerando que el euro y las unidades monetarias nacionales son unidades de la misma moneda; considerando que debería asegurarse que los pagos mediante abono de cuenta, dentro de un Estado miembro participante, puedan realizarse en euros o en la respectiva unidad monetaria nacional; considerando que las disposiciones sobre pagos mediante abonos en cuenta, deberían aplicarse también a los pagos transfronterizos denominados en euros o en unidades monetarias nacionales de la cuenta del acreedor; considerando que es necesario asegurar el correcto funcionamiento del sistema de pagos, con disposiciones referentes al abono en cuenta mediante instrumentos de pago, abonados mediante dichos sistemas; considerando que las disposiciones sobre pagos mediante abonos en cuenta no deberían implicar que los intermediarios financieros estén obligados a ofrecer otras facilidades de pago o productos denominados en cualquier unidad concreta del euro; considerando que las disposiciones sobre pagos mediante abonos en cuenta no implican que los intermediarios financieros estén obligados a coordinar la introducción de facilidades de pago expresadas en euros que dependan de una infraestructura técnica común durante el período de transición;

(14) Considerando que, según las conclusiones alcanzadas por el Consejo europeo en la reunión mantenida en Madrid, los Estados miembros participantes emitirán en euros la nueva deuda pública negociable a partir del 1 de enero de 1999; considerando que para permitir, donde sea necesario, la redenominación de la deuda pendiente en euros y el cambio de la unidad de cuenta de los procedimientos operativos de los mercados organizados, los Estados miembros deberían ser capaces de adoptar las medidas apropiadas;

(15) Considerando que una intervención adicional en el ámbito comunitario puede ser también necesaria para clarificar el efecto de la introducción del uso del euro en la aplicación de las disposiciones existentes de la ley comunitaria, en particular en lo referente a determinación del neto, compensación y técnicas de efectos similares;

(16) Considerando que la obligación en el uso del euro, puede ser impuesta exclusivamente conforme a la legislación comunitaria; considerando que en las transacciones realizadas con el sector público de los Estados miembros participantes se puede permitir el uso del euro; considerando, según el escenario acordado por el Consejo europeo en la reunión mantenida en Madrid, que la legislación comunitaria al establecer el calendario para la generalización del uso del euro, podría concederse alguna libertad individual a los Estados miembros;

(17) Considerando que, conforme al Artículo 105 a del Tratado, el Consejo puede adoptar medidas para armonizar las denominaciones y las especificaciones técnicas de todas las monedas;

(18) Considerando que los billetes y las monedas requieren una protección apropiada para evitar su falsificación;

(19) Considerando que los billetes y las monedas denominados en unidades monetarias nacionales perderán su estado de curso legal en los seis meses posteriores al final del período de transición; considerando que las limitaciones sobre pagos en billetes y monedas, establecidas por los Estados miembros por razones públicas, no son incompatibles con el estado de curso legal del euro (billetes y monedas), siempre que se disponga de otros medios legales para la liquidación de las deudas monetarias;

(20) Considerando que, desde el final del período de transición todas las referencias al ECU existentes en instrumentos legales deberán ser leídas como referencias al euro conforme a los respectivos tipos de conversión; considerando que no es necesaria una redenominación física de los instrumentos legales existentes para obtener dicho resultado; considerando que las reglas de redondeo definidas en el reglamento del Consejo [...] también se aplicarán a las conversiones que se realicen al final del período de transición; considerando que, por razones de claridad, es posible que sea conveniente que la redenominación física tenga lugar en el momento apropiado y lo antes posible;

(21) Considerando que, el punto 2 del protocolo núm. 11 acerca de las disposiciones referentes al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte estipula que, entre otras cosas, el punto 5 de dicho protocolo tendrá efecto si el Reino Unido notifica al Consejo que no tiene intención de avanzar hacia la Tercera fase; considerando que el Reino Unido notificó al Consejo, el día 16 de octubre de 1996, que no tiene intención de avanzar hacia la Tercera fase; considerando que el punto 5 estipula, entre otras cosas, que el Artículo 109 1 (4) no se aplicará al Reino Unido;

(22) Considerando que Dinamarca, haciendo referencia al punto 1 del protocolo núm. 12 acerca de determinadas disposiciones relativas a Dinamarca, ha notificado, dentro del contexto de la decisión de Edimburgo del 12 de diciembre de 1992, que no tiene pensado participar en la Tercera fase; considerando por lo tanto, según el punto 2 de este protocolo, que todos los artículos y disposiciones del Tratado, así como el estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales (ESCB) que hace referencia al derecho de excepción, se aplicarán a Dinamarca;

(23) Considerando que, conforme al Artículo 109 1 (4), la moneda única se implantará solamente en los Estados miembros que no se acojan a ninguna excepción;

(24) Considerando que este reglamento, por lo tanto, será aplicado de acuerdo al Artículo 189 del Tratado, sujeto a los protocolos núms. 11 y 12, y al Artículo 109 k 1.

PARTE I

DEFINICIONES

Artículo 1

Para el objetivo de este reglamento:

— «Estados miembros participantes» significará País A, B...;

— «instrumentos legales» hace referencia a las disposiciones legislativas y estatutarias, leyes administrativas, decisiones judiciales, contratos, leyes unilaterales, instrumentos de pago que no sean billetes o monedas y otros instrumentos que tengan efecto legal;

— «tipos de conversión» se refiere a los tipos de conversión irrevocablemente fijos, adoptados para la moneda de cada Estado miembro participante por el Consejo conforme a la primera frase del Artículo 109 l (4) del Tratado;

— «unidad euro» es la unidad monetaria a la que hace referencia el Artículo 2 en su segunda frase;

— «unidades monetarias nacionales» se refiere a las unidades de las monedas de los Estados miembros participantes según se definan el día anterior al inicio de la Tercera fase de la Unión Económica y Monetaria;

— «período de transición» es el período que comienza el 1 de enero de 1999 y concluye el 31 de diciembre del 2001.

PARTE II

SUSTITUCIÓN DE LAS MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS PARTICIPANTES POR EL EURO

Artículo 2

Desde el día 1 de enero de 1999, la moneda de los Estados miembros participantes será el euro. La unidad monetaria será un euro. El euro se dividirá en cien céntimos («cents»).

Artículo 3

El euro sustituirá a las monedas de los Estados miembros participantes aplicando los tipos de conversión.

Artículo 4

El euro será la unidad de cuenta del Banco Central Europeo (ECB) y de los bancos centrales de los Estados miembros participantes.

PARTE III

DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Artículo 5

Los Artículos 6-9 son aplicables durante el período de transición.

Artículo 6

(1) El euro también se dividirá en unidades monetarias nacionales conforme a los tipos de conversión. Todas las subdivisiones de las mismas se mantendrán. La ley monetaria de los Estados miembros participantes se seguirá aplicando sujeta a las disposiciones del presente reglamento.

(2) Cualquier referencia a unidades monetarias nacionales que se realice en un instrumento legal será tan válida como si se refiriera al euro, conforme a los tipos de conversión.

Artículo 7

La sustitución de las monedas nacionales de los Estados miembros participantes por el euro no tendrá efecto por sí misma para alterar la denominación de los instrumentos legales que existan en la fecha de la sustitución.

Artículo 8

(1) Los actos que se realicen bajo instrumentos legales que estipulen la utilización de una unidad monetaria nacional o que estén denominados en la misma, se llevarán a cabo en dicha unidad monetaria nacional. Los actos que se realicen bajo instrumentos legales que estipulen la utilización del euro o que estén denominados en euros, se llevarán a cabo en dicha unidad.

(2) Las disposiciones del párrafo 1 están sujetas a los acuerdos entre las partes.

(3) A pesar de las disposiciones del párrafo 1, cualquier importe denominado en euros o en unidad monetaria nacional de un Estado miembro participante y que se pueda pagar dentro de dicho Estado realizando un abono en la cuenta de un acreedor, podrá ser pagada por el deudor en euros o en la unidad monetaria nacional. El importe se abonará en la cuenta del acreedor en la denominación de su cuenta, efectuando todas las conversiones aplicando los tipos de conversión.

(4) A pesar de las disposiciones del párrafo 1, cada Estado miembro participante podrá tomar las medidas que puedan resultar necesarias para:

— redenominar en euros su deuda pendiente denominada en su unidad monetaria nacional y emitida bajo sus propias leyes nacionales; esta disposición se aplicará a la deuda emitida por el Estado conforme al Sistema Europeo de Cuentas Integradas (ESIA); las disposiciones para permitir la redenominación en euros de:

  (a) la deuda pendiente del Estado denominada en unidades monetarias nacionales de otros Estados miembros participantes, y

  (b) bonos y otras formas de deuda titularizada de otros emisores negociables en el mercado de capitales,

  están todavía bajo consideración y serán incluidas en este reglamento antes del Consejo europeo de Amsterdam;

— permitir el cambio de unidad de cuenta de los procedimientos operativos de la unidad monetaria nacional al euro en:

(a) mercados para intercambios ordinarios, compensación y liquidación de todos los instrumentos que aparecen en la sección B del anexo de la directiva 93/22/EEC sobre servicios de inversión en valores y materias primas;

(b) sistemas para intercambios ordinarios, compensación y liquidación de pagos.

(5) Sólo los Estados miembros participantes, conforme a un calendario establecido por la legislación comunitaria, podrán adoptar otras disposiciones imponiendo el uso del euro.

(6) Se aplicarán disposiciones legales nacionales de los Estados miembros participantes a las obligaciones monetarias, que permitan o impongan técnicas de determinación del neto, de compensación o técnicas con efectos similares, sin tener en cuenta su denominación monetaria (en euros o en moneda nacional), en cualquier conversión que se efectúe utilizando los tipos de conversión.

Artículo 9

Los billetes y monedas denominados en moneda nacional mantendrán su *status* de curso legal dentro de los límites territoriales hasta el día anterior a la entrada en vigor de este reglamento.

PARTE IV

BILLETES Y MONEDAS DE EUROS

Artículo 10

En una fecha todavía por decidir, conforme al escenario de Madrid, cuando el presente reglamento sea adoptado, el ECB y los bancos centrales de los Estados miembros participantes pondrán en circulación billetes denominados en euros. A pesar del Artículo 15, estos billetes serán los únicos que tendrán *status* de curso legal en todos los Estados miembros.

Artículo 11

En una fecha todavía por decidir, conforme al escenario de Madrid, cuando el presente reglamento sea adoptado, los Estados miembros participantes emitirán billetes y monedas de euros y de céntimos de euro («cents») y cumplirá con las especificaciones técnicas y de denominación que pueda establecer el Consejo conforme a la segunda frase del Artículo 105 a (2) del Tratado. A pesar del Artículo 15, estas monedas serán las únicas que tendrán *status* de curso legal en todos estos Estados miembros. A excepción de la autoridad emisora y de aquellas personas específicamente designadas por la legislación nacional del Estado miembro emisor, ninguna parte estará obligada a aceptar más de cincuenta monedas en un solo pago.

Artículo 12

Los Estados miembros participantes asegurarán sanciones adecuadas contra la falsificación de billetes y monedas.

PARTE V

DISPOSICIONES FINALES

Artículo 13

Los Artículos 14-16 se aplicarán a partir del final del período de transición.

Artículo 14

Las referencias a unidades monetarias nacionales que aparezcan en los instrumentos legales existentes se leerán como referencias al euro conforme a los respectivos tipos de conversión. Se aplicarán las reglas de redondeo establecidas en el reglamento del Consejo [...].

Artículo 15

(1) Los billetes y las monedas denominados en moneda nacional, según se hace referencia en el Artículo 6 (I), seguirán siendo de curso legal dentro de sus respectivos límites territoriales hasta seis meses después del final del período de transición como muy tarde; este período puede verse acortado por las leyes nacionales.

(2) Cada Estado miembro participante puede establecer las normas para el uso de billetes y monedas denominadas en su unidad monetaria nacional conforme al Artículo 6 (1) y tomar cualquier medida necesaria para facilitar su retirada, los seis meses siguientes al final del período de transición.

Artículo 16

Conforme a las leyes o a las prácticas de los Estados miembros participantes, los respectivos emisores de billetes y monedas continuarán aceptando los billetes y monedas emitidos previamente por los mismos, utilizando el tipo de conversión contra el euro.

PARTE VI

ENTRADA EN VIGOR

Artículo 17

El reglamento entrará en vigor el 1 de enero de 1999.

Este reglamento será vinculante en su totalidad y aplicable directamente en todos los Estados miembros, conforme al Tratado, sujeto a los protocolos núms. 11 y 12, y al Artículo 109 k 1.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 1996-1997
Grupo de Expertos de Previsión Económica (GEPE)
Madrid, 11 de febrero de 1997

Han participado en la elaboración del presente informe, a título estrictamente personal, Julio Alcaide, Antoni Espasa, José Luis Feito, Juan E. Iranzo, Angel Laborda, Federico Prades y José Juan Ruiz.

Cada miembro del Grupo ha elaborado, independientemente, una previsión de los principales agregados de las Cuentas Nacionales y de otras variables básicas de la economía española. En los cuadros que figuran en el informe se recoge, para cada variable, la media de las predicciones del Grupo, así como los valores máximo y mínimo del conjunto de las previsiones individuales.

Debe advertirse que para algunas variables económicas —por ejemplo, el PIB—, el resultado medio de las previsiones no coincide necesariamente con el que se obtendría ponderando la media de previsiones de los distintos componentes por su respectivo peso relativo. Asimismo, el mayor o menor recorrido entre los valores máximo y mínimo de cada una de las predicciones es indicativo del grado de incertidumbre entre las proyecciones de los miembros, pero no debe asociarse al intervalo de confianza de las mismas.

Las proyecciones han sido realizadas sobre la base de la información disponible hasta el 22 de enero de 1997.

Marco internacional

1. La economía mundial ha crecido en 1996 en torno al 2,8 por 100, con los países de la OCDE avanzando a una tasa media del 2,3 por 100 y los Países Emergentes a una tasa promedio del 4,7 por 100. Aunque los crecimientos de Estados Unidos (2,5 por 100) y Japón (3,5 por 100) han superado las previsiones de principio de año, la recuperación de las economías europeas (1,7 por 100) ha sido menos intensa y más volátil de lo que se anticipó al iniciarse 1996. La reducción generalizada de las tasas de inflación a niveles desconocidos desde la década de los sesenta ha permitido que los Bancos Centrales hayan mantenido o iniciado una orientación expansiva de las políticas monetarias, un factor que, además de haber prestado las bases a una significativa fase alcista de los mercados de capitales mundiales, ha ido creando las condiciones para que gradualmente se produzca una recuperación de los planes de gasto e inversión de los agentes económicos. Dados los desfases con los que opera la política monetaria, los de tipos de interés reales alcanzados en 1996 deberían dejarse sentir en los de actividad de los próximos trimestres, contribuyendo a diluir los efectos contractivos que a corto plazo pueden tener los procesos de consolidación fiscal en marcha.

Para 1997, las previsiones apuntan a una aceleración del crecimiento mundial hasta el 3 por 100, con los Países Emergentes creciendo al 5,2 por 100 y la OCDE al 2,5 por 100, como consecuencia del menor crecimiento esperado para Estados Unidos y Japón, y la consecución por parte de los países de la Unión Europea de una tasa de crecimiento del PIB del 2,5 por 100.

En opinión del Grupo, el mayor riesgo de estas previsiones se debe al cambio del ciclo de tipos de interés en los países que más adelantados están en la recuperación y que provoque un violento reajuste de los precios de los activos financieros de sus mercados que acabe extendiéndose a toda la economía mundial. El riesgo específico de Europa creemos que reside en la lenta recuperación de la confianza de los consumidores e inversores, y en algunos países —particularmente aquellos en los que la reducción de la prima de riesgo ha sido intensa y ha estado ligada a un aumento de la probabilidad de participación en la moneda única— en las consecuencias que para los tipos de interés a largo plazo pudiera tener una nueva evaluación de la probabilidad de que la Unión Económica y Monetaria tenga lugar en las fechas previstas o de que el país en cuestión esté efectivamente en condiciones de integrarse en la Europa de la primera velocidad.

Crecimiento económico y composición de la demanda

2. En línea con la desaceleración observada en la Unión Europea, el Grupo ha revisado una décima a la baja su estimación de julio pasado correspondiente al crecimiento de la economía en 1996, situándolo ahora en un 2,2 por 100. En relación a 1995, este resultado supone una desaceleración de la media del año de seis décimas, si bien el perfil de los tres trimestres del ejercicio para los que se dispone información sugiere que en los últimos dos períodos la economía ha acelerado su ritmo de crecimiento hasta situarlo por encima de la media anual.

Alrededor del 85 por 100 del crecimiento anual registrado ha venido explicada por la contribución de la demanda interna, la cual avanza a un ritmo anual del 1,9 por 100 como consecuencia de una expansión del consumo privado del mismo orden, un crecimiento del consumo público del 0,8 por 100 y un avance del 2 por 100 de la formación bruta de capital fijo. Dentro de ella, la inversión en equipo crece un 7 por 100 y la inversión en construcción cae un 0,8 por 100. Comparando estos datos con los correspondientes a 1995, se observa que los efectos sobre el crecimiento de la gradual recuperación del consumo privado se han visto más que compensados por el vuelco en las tasas de crecimiento de la inversión en construcción y, en menor medida, por una desaceleración en la tasa de crecimiento del consumo público.

La sorpresa positiva del ejercicio la ha dado el comportamiento de la demanda exterior neta, la cual, según nuestras estimaciones, ha contribuido con tres décimas al crecimiento finalmente registrado. Pese a la ralentización del crecimiento en nuestros principales socios comerciales, las exportaciones han continuado avanzando a una tasa promedio del 8,6 por 100, lo que claramente sugiere que

se ha mantenido el proceso de ganancia de cuotas de mercado, un resultado que difícilmente puede desligarse de la preservación de un satisfactorio nivel del tipo de cambio real de la peseta. Por su parte, las importaciones han crecido en términos reales un 7 por 100, lo que respecto a un año antes supone una desaceleración de más de 2,5 puntos que parece compatible con la situación de la demanda interna.

3. El Grupo prevé que el crecimiento en 1997 puede situarse en el 2,9 por 100, con algunos miembros apuntando a que incluso podría superarse la barrera del 3 por 100. En concreto, las previsiones oscilan entre un mínimo del 2,6 por 100 y un máximo del 3,2 por 100, unas tasas que apenas modifican el escenario que trazamos en nuestro ejercicio de previsión del pasado verano.

El Grupo considera que el patrón de crecimiento de 1997 va a sesgarse en favor de una mayor contribución al crecimiento de la demanda interna y la gradual desaparición del aporte positivo de la demanda exterior neta. La lógica económica de esta previsión descansa en la aceleración del consumo privado hasta una tasa de crecimiento media del año del 2,6 por 100, y el avance hasta el 4,6 por 100 de la formación bruta de capital fijo inducido por una aceleración de la inversión en equipo hasta el 10,1 por 100 y una recuperación de la inversión en construcción hasta una tasa media del 2,6 por 100. La aceleración del gasto interno se supone que debería llevar a una tasa de crecimiento más viva de las importaciones de bienes y servicios —el 8,2 por 100—, mientras que el mayor dinamismo de la economía europea y el mantenimiento de un nivel adecuado de competitividad externa posibilitaría el mantenimiento del crecimiento de las exportaciones en los alrededores del 8,9 por 100.

4. En opinión del Grupo, en los momentos actuales existen factores de peso que pueden impulsar definitivamente la tantas veces postergada recuperación del consumo privado. De una parte, las familias han mejorado sustancialmente su situación patrimonial tras muchos trimestres de débil crecimiento de su nivel de endeudamiento y una relativamente elevada tasa de ahorro privado. De otra, la actual constelación de tipos de interés nominales y reales favorece la intensificación de los planes de gasto. En tercer lugar, los ahorradores españoles en activos, sensibles a los movimientos de los tipos de interés, han acumulado en los últimos meses ganancias de capital apreciables que, si fueran considerados aumentos permanentes de su riqueza financiera, deberían tener efectos positivos sobre el consumo privado. Finalmente, y aunque este efecto sea más difícil de precisar dada la creciente segmentación del mercado de trabajo, la evolución tanto del empleo como del salario real apuntan a que la renta disponible agregada de las familias está creciendo a tasas que harían posible, sin modificaciones apreciables en la tasa de ahorro, un crecimiento del consumo por encima del 2,5 por 100.

5. Frente a estos factores cíclicamente favorecedores del relanzamiento del gasto de las familias, el Grupo considera que existen factores estructurales que podrían reducir la intensidad de la recuperación del consumo privado. Algunos de ellos, como, por ejemplo, la confianza de los consumidores, son especialmente lábiles, y aunque en la actualidad apuntan en la buena dirección, podrían verse afectados si se producen perturbaciones en los mercados financieros. Otros, como, por ejemplo, el aumento de la tasa de ahorro ante las incertidumbres que plantea la situación del mercado laboral o la sostenibilidad del sistema de pensiones, posiblemente son más permanentes. En todo caso, la opinión del Grupo es que si bien estos factores hacen poco probable que el consumo privado retome a las excepcionalmente elevadas tasas de crecimiento que se registraron en el momento álgido de la anterior fase expansiva, en el muy corto plazo no deberían impedir que éste creciese más que en 1996.

6. El Grupo estima que el consumo público se contraerá en torno a una décima, una previsión que se mantiene desde el pasado mes de julio. El Grupo quiere, en todo caso, reiterar la incertidumbre que encierran estas estimaciones, dado que aproximadamente el 40 por 100 del consumo público está realizado por unas Administraciones Territoriales que, a nivel agregado, continúan ofreciendo una información estadística escasa y con considerables desfases temporales.

7. La inversión productiva se anticipa que será en 1997 el componente más dinámico de la demanda interna, creciendo a una tasa media del 4,8 por 100. Al igual que en el caso del consumo privado, el Grupo opina que existen factores cíclicos que pueden ejercer un efecto notable-

CUADRO NÚM. 1

PIB REAL Y COMPOSICIÓN DE LA DEMANDA
(Variación media anual en porcentaje)

		1996			1997		
	1995	Media	Límite inferior	Límite superior	Media	Límite inferior	Límite superior
Consumo privado	1,5	1,9	1,8	2,0	2,6	2,3	2,9
Consumo público	1,3	0,8	0,3	1,0	− 0,1	− 0,4	0,2
Formación Bruta de Capital Fijo	8,2	2,0	0,8	3,0	4,6	2,4	6,0
Bienes de Equipo	11,0	7,0	5,5	7,6	10,1	8,1	12,0
Construcción	6,8	− 0,8	− 2,3	1,0	2,6	1,0	5,8
Demanda Nacional	3,1	1,9	1,5	2,1	2,8	2,6	3,2
Exportación bienes y servicios	8,2	8,6	8,0	9,8	8,9	8,0	10,5
Importación bienes y servicios	8,8	7,0	6,5	7,6	8,2	7,4	10,5
PRODUCTO INTERIOR BRUTO	2,8	2,2	1,9	2,3	2,9	2,6	3,2

mente expansivo del *stock* de capital. En primer lugar, el saneamiento patrimonial de las empresas ha sido más intenso que el ya mencionado para las familias, ya que éstas han reducido la razón endeudamiento/excedente de explotación, tanto vía disminución del peso del endeudamiento como, sobre todo, a través del aumento del excedente. En segundo lugar, las ganancias de eficiencia conseguidas por la economía española han incrementado sustancialmente la tasa de rentabilidad de la inversión. En tercer lugar, el escenario de tipos de interés reales parece resultar particularmente propicio para invertir, ya que la caída del coste de uso de capitales ajenos se ha reducido significativamente en relación al pasado, si bien los tipos reales continúan siendo elevados. Finalmente, la anticipación de una mayor competencia futura, bien sea porque entremos en la UEM o bien meramente por el imparable proceso de globalización de la economía mundial, debería llevar a que las empresas anticipasen su adaptación al nuevo contexto mediante mejoras tecnológicas o ampliaciones de su capacidad instalada.

Pese a la gran volatilidad que caracteriza a este agregado macroeconómico, las estimaciones individuales realizadas son razonablemente coincidentes, si bien unánimemente se detectan dos riesgos al escenario descrito.

En primer lugar, algunos miembros temen que la fragilidad de la recuperación europea y las incertidumbres que todavía rodean todo el proceso de la UEM conduzcan a algunos agentes a esperar que algunas de las dudas se despejen antes de embarcarse en proyectos de inversión. La distinta probabilidad de suceso que cada uno de nosotros damos a esta eventualidad se refleja especialmente en la inversión en equipo, variable para la que las previsiones de crecimiento oscilan entre el 8,1 por 100 y el 12 por 100.

El segundo riesgo detectado es la inversión en construcción. El Grupo identifica a esta variable como la que puede acabar determinando la tasa de crecimiento realmente posible en 1997. Si la evolución reciente de esta variable no cambiase drásticamente, el Grupo considera que la consecución de un crecimiento de la economía del 3 por 100 en el ejercicio se vería comprometida. Aunque todos mantenemos dudas sobre la intensidad e inmediatez de la recuperación de algunos de los segmentos del sector, pensamos que el relanzamiento de la inversión residencial y la normalización de los ritmos de ejecución de la obra pública deberían ser suficientes para hacer retomar la tasa agregada del sector a crecimientos moderados, pero positivos. En todo caso, es preciso advertir que esta estimación depende en gran medida de que la ejecución presupuestaria se desarrolle con normalidad y que la consecución de los objetivos presupuestarios no exija un recorte presupuestario que, de producirse, inevitablemente tendría que descansar en gran medida sobre esta variable.

8. El sector exterior se estima que tendrá una aportación nula al crecimiento de 1997, si bien las exportaciones de bienes y servicios continuarán avanzando a tasas del 8,9 por 100, lo que implicaría la continuidad del proceso de ganancia de cuotas de mercado que está acompañando en los últimos años a la apertura de la economía española al exterior. Por su parte, las importaciones es previsible que, como consecuencia del mayor crecimiento de la demanda interna, aceleren su crecimiento hasta el 8,2 por 100. Estas previsiones están realizadas bajo el supuesto de que la recuperación de la economía europea efectivamente se produce y de que el tipo de cambio efectivo real de la peseta aproximadamente se mantiene en torno a los niveles actuales.

Empleo y mercado de trabajo

9. La estimación media del Grupo apunta a que en 1996 se han creado en España unos 243.000 puestos de trabajo netos, lo que representa un incremento del empleo del 2 por 100. Estos resultados son tres décimas superiores —alrededor de 43.000 empleos más— que los que previmos en julio de 1996.

Tal y como ya señalábamos en anteriores ediciones de este informe, ésta es una de las variables en las que las previsiones individuales presentan una mayor dispersión, probablemente no tanto como consecuencia de visiones muy diferentes de lo que está ocurriendo en el mercado de trabajo, sino más bien como consecuencia del distinto tratamiento que algunos de los miembros del Grupo otorgan al impacto que sobre el nivel de empleo ha tenido la revisión de la muestra de la EPA para adaptarla al último Censo de Población. Mientras que algunos de los miem-

CUADRO NÚM. 2
MERCADO DE TRABAJO

Encuesta población activa	1995 *	1996 **			1997 **		
		Media	Límite inferior	Límite superior	Media	Límite inferior	Límite superior
Población activa							
Variación en porcentaje	1,0	1,3	1,0	2,0	1,0	0,8	1,4
Empleo							
Variación en porcentaje	2,7	2,0	1,5	2,9	2,1	1,8	2,5
Variación en miles	312	243	180	350	252	220	310
Tasa de paro							
En porcentaje de población activa	22,9	22,3	20,8	22,8	21,5	19,8	22,1

* Los datos de 1995 provienen de la EPA, sin corrección del efecto censal.
** Los límites superiores de las cifras de empleo están sobrevaloradas en alrededor de 50.000 personas como consecuencia del efecto censal.

bros depuran sus estimaciones de este efecto censal —que sobrevalora la creación de empleo en el año, aunque ciertamente ofrece una mejor estimación del número real de empleados en la economía—, otros prefieren ignorarlo por entender que es preferible asegurar la consistencia de sus niveles de actividad, empleo y paro con los datos publicados por la Encuesta de Población Activa.

Dada la enorme significación del dato de empleo, sin duda el mayor problema de la economía y de la sociedad española, el Grupo considera que sería oportuno que el INE definitivamente clarificase el impacto que la renovación de la muestra de la EPA ha tenido sobre las magnitudes del mercado de trabajo a lo largo de los seis trimestres en los que el cambio ha tenido lugar.

En 1997, la estimación promedio es de una creación neta de empleo cercana a las 250.000 personas, con algún miembro del Grupo apuntando a que pueda superarse la cota de los 300.000 empleos, y algunos otros pensando que la creación de empleo en el año podría ser ligeramente inferior a la de 1996 pese a la prevista aceleración del PIB.

El Grupo sigue considerando que tanto en 1996 como en 1997 se va a mantener un fuerte crecimiento de la población activa —en torno al 1 por 100—, por lo que la reducción de la tasa de empleo será menor de lo que podría hacer concebir el crecimiento del empleo reseñado. En concreto, se espera que en 1996 la tasa de paro se haya reducido seis décimas y que en 1997 descienda ocho décimas más hasta situarse en torno al 21,5 por 100.

10. El Grupo considera relevante llamar la atención sobre el impacto que sobre las estimaciones de aumento de la productividad aparente del trabajo puede estar teniendo el aumento del trabajo a tiempo parcial. Mantener el supuesto de que todo el trabajo creado es a jornada completa puede estar sesgando a la baja en hasta tres décimas las ganancias de eficiencia del sistema, lo que puede llevar a cálculos erróneos sobre la presión que los equivocadamente calculados aumentos de los Costes Laborales Unitarios ejercen sobre los márgenes empresariales o sobre los precios. Esta fuente de error es aún más relevante en los trimestres en los que se ha producido la sobrevaloración de la creación de empleo como consecuencia del efecto censo anteriormente reseñado.

Además de estos factores técnicos, el Grupo, a la vista de la creciente segmentación del mercado de trabajo y de sus cada vez más visibles impactos económicos y sociales, continúa considerando que es imprescindible mejorar la eficiencia y la equidad del mercado de trabajo español. En particular, el Grupo considera que sin mejoras normativas de calado y cambios de comportamiento de los agentes económicos no sólo no será posible sacar el máximo rendimiento en términos de creación de empleo a la bajada de tipos de interés, al incremento de la actividad económica y a la mejora de las expectativas, sino que, además, si en 1999 entramos en la moneda única con la actual estructura institucional, es más que probable que la respuesta a una perturbación sea un deterioro socialmente insostenible de nuestra ya elevada tasa de paro.

Precios y costes

11. Los datos ya publicados del Indice de Precios al Consumo muestran que en 1996 la tasa de inflación se situó al final del año en un 3,2 por 100, y en media del ejercicio en un 3,6 por 100. La tasa de final de año mejora en tres décimas nuestra previsión de julio, aunque plenamente coincide con el pronóstico entonces avanzado para la media del año.

El índice general de precios ha tenido un comportamiento dispar a lo largo del año. Hasta marzo siguió una tendencia a la baja que situó la tasa interanual en un nivel del 3,4 por 100. A partir de ahí se produjo una aceleración de los ritmos de aumento de los precios que elevó en mayo el índice general hasta el 3,8 por 100. A lo largo del segundo semestre, la inflación se ha desacelerado de forma sostenida, alcanzándose finalmente un resultado que no había sido anticipado por los mercados. La consecuencia de ello ha sido que, por el momento, se han quebrado las expectativas inflacionistas, por lo que en la actualidad parece harto improbable un repunte de precios y, por contra, altamente factible que en el primer trimestre del año la inflación rompa el suelo del 3 por 100.

Para 1997, el Grupo espera que la inflación se reduzca hasta situarse en el 2,7 por 100 en media anual y que a final del año se sitúe en torno al 2,6 por 100. Estos niveles de inflación harían alcanzable, si bien es cierto que por un estrecho margen, el cumplimiento del objetivo de inflación establecido en Maastricht, ya que el Grupo pronostica que el límite del cumplimiento se situará en el 2,8 por 100.

12. En 1996, los incrementos salariales por ocupado se situaron en torno al 4 por 100, si bien la dispersión de las tasas de crecimiento creció fuertemente como consecuencia del muy distinto poder negociador que conceden las distintas modalidades de contratación. En todo caso, la mejora de la eficiencia de la economía y el aumento salarial agregado supusieron un crecimiento de los costes laborales unitarios superior al 3,5 por 100, una tasa muy por encima de los países de nuestro entorno. Para 1997,

CUADRO NÚM. 3

PRECIOS Y COSTES

(Variación media anual en porcentaje, salvo IPC dic./dic.)

	1995	1996			1997		
		Media	Límite inferior	Límite superior	Media	Límite inferior	Límite superior
IPC diciembre/diciembre	4,3	3,2	3,2	3,2	2,6	2,5	2,7
IPC media anual	4,7	3,6	3,6	3,6	2,7	2,5	2,8
Coste Laboral por ocupado	3,0	4,0	3,8	4,2	3,0	2,8	3,2
Coste Laboral Unitario (CLU)	2,0	3,6	3,3	4,2	2,3	1,7	2,9

el Grupo estima que los crecimientos salariales pueden oscilar en los alrededores del 3 por 100 —lo que, bajo el supuesto de que la inflación se sitúe en el 2,7 por 100, supone una ganancia de salario real de casi medio punto— y los CLU en la vecindad del 2,3 por 100.

El estrecho margen de maniobra que la economía española tiene para cumplir el objetivo de inflación exigido por el Tratado de la Unión convierte la rápida adaptación de los agentes al entorno de relativamente baja inflación ya conseguido, en un elemento crucial de nuestras auténticas posibilidades de acceso en 1999 a la UEM. Si los agentes económicos no son capaces de desembarazarse de la bien enraizada ilusión monetaria que nos ha proporcionado una dilatada convivencia con tasas de inflación elevadas, y presionan al alza los salarios nominales, no sólo es probable que la creación de empleo se resienta, sino que también sería muy posible que marrásemos el objetivo de inflación a menos que la política monetaria y fiscal se reajustasen convenientemente.

Equilibrio exterior y déficit público

13. El excelente comportamiento del sector exterior a lo largo de 1996 se ha traducido en una capacidad de financiación de la nación cercana al 1,2 por 100 del PIB. Para 1997, el Grupo considera que se repetirá este mismo resultado, por lo que no consideramos probable que la restricción externa suponga una restricción a la actual fase expansiva de la economía.

14. El Grupo considera que el déficit público en 1996 se ha situado virtualmente en el objetivo anunciado: 4,5 por 100 del PIB frente al 4,4 por 100 objetivo. Para 1997, la estimación media de déficit público es un 3,1 por 100 del PIB, lo que supondría el cumplimiento *de facto* del objetivo fiscal de convergencia.

Debe, sin embargo, advertirse que la mayoría de los miembros del Grupo ha hecho sus previsiones de 1997 bajo el supuesto que, dada la importancia crucial que tiene la consolidación presupuestaria del actual ejercicio, cualquier desviación que pudiese producirse a lo largo del año se vería corregida mediante el oportuno programa de alteración de los planes iniciales de ingresos o, preferiblemente, del nivel de gasto público.

Conclusiones

15. Tras la desaceleración que se produjo en 1995 y los primeros meses de 1996, la economía española ha iniciado su recuperación. El cambio de tendencia puede conducir a un crecimiento en 1997 del 2,9 por 100.

Aunque la opinión unánime del Grupo es que en 1997 se crecerá más que en 1996, algunos miembros del mismo opinan que habrá que esperar a 1998 para superar nítidamente la barrera del 3 por 100.

16. Se han registrado avances muy importantes en la contención de los precios que se ha traducido en apreciables caídas en las expectativas de inflación y en aumentos correlativos de la reputación del autónomo Banco de España. En 1997, el Grupo considera probable alcanzar una tasa de inflación media del 2,7 por 100, siempre y cuando los agentes eviten la ilusión monetaria y se ajusten con rapidez al nuevo entorno de estabilidad de precios.

17. Los datos publicados parecen confirmar que se está reduciendo el déficit público y que España puede razonablemente aspirar a cumplir con el objetivo presupuestario de la Unión Monetaria. No obstante, conviene insistir en que, dadas las condiciones establecidas en el Pacto de Estabilidad, es necesario desplazar el énfasis desde el mero cumplimiento puntual del objetivo de un déficit del 3 por 100 del PIB a la sostenibilidad a largo plazo de esta consolidación fiscal y a las exigencias de nuevas reducciones permanentes de los desequilibrios de las finanzas públicas. Este programa exige reformas estructurales del gasto y de los ingresos que, en opinión del Grupo, todavía no han sido suficientemente abordadas.

18. El Grupo piensa que el amplio margen de recursos ociosos, la mejora de los equilibrios macroeconómicos internos, la orientación expansiva de la política monetaria y la recuperación de las economías europeas son factores que permiten ser positivos sobre el ejercicio que acaba de comenzar.

Para el Grupo, los factores de riesgo que podrían hacer peligrar la materialización de ese escenario serían básicamente cuatro. En primer lugar, la continuidad de las

CUADRO NÚM. 4

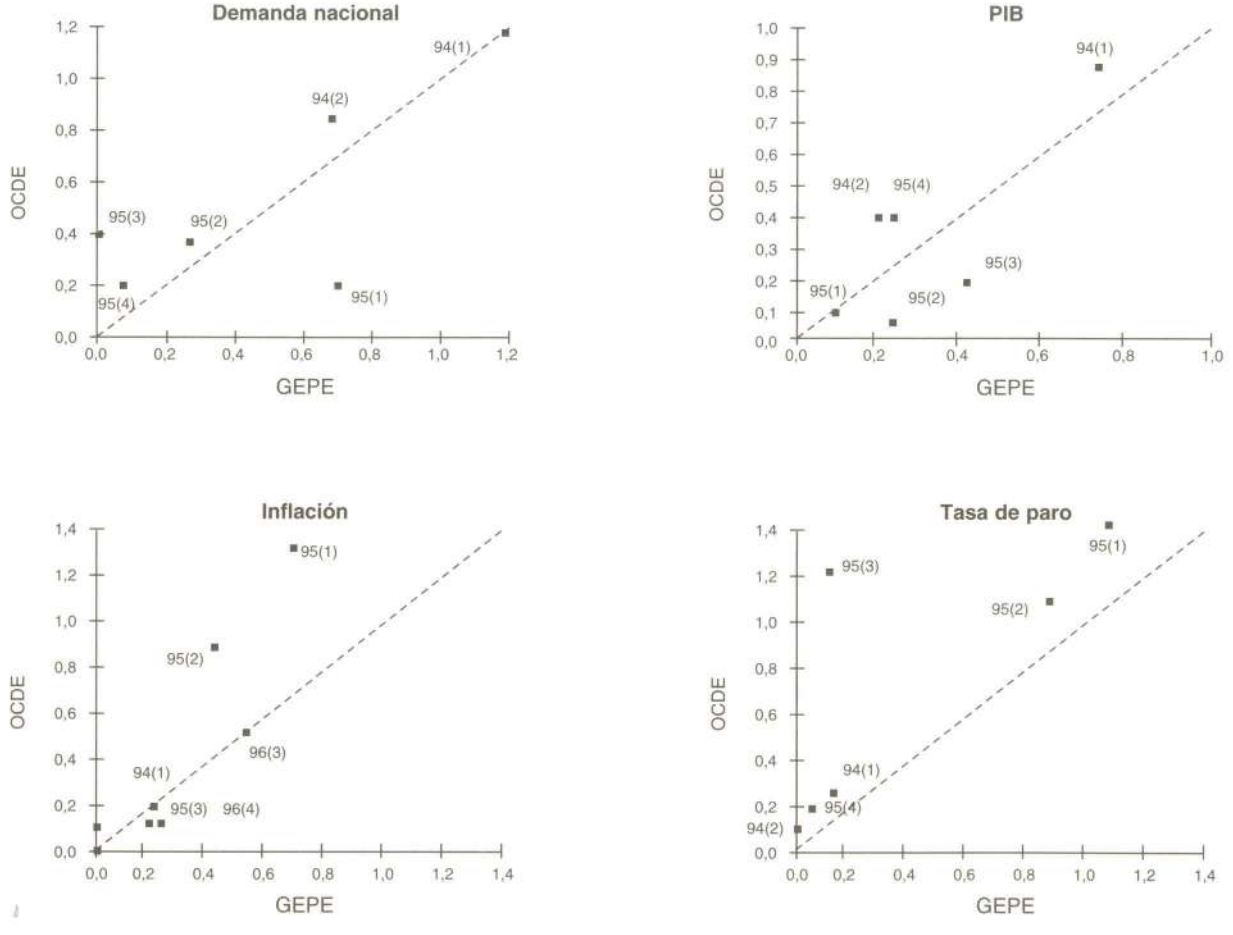
SECTOR EXTERIOR Y SECTOR PÚBLICO (AAPP)
(Medias anuales)

		1996			1997		
	1995	Media	Límite inferior	Límite superior	Media	Límite inferior	Límite superior
Sector Exterior							
Capac. (+) o necesidad de financiación (–) frente al resto del mundo en términos de Contabilidad Nacional (porcentaje PIB)	1,5	1,2	1,1	1,3	1,2	0,9	1,5
Administraciones Públicas							
Ingresos (Δ porcentaje)	5,9	7,6	5,5	8,5	5,6	5,5	5,9
Gastos (Δ porcentaje)	6,8	3,0	1,7	3,5	1,9	1,6	2,3
Necesidad de Financiación de las AAPP (porcentaje del PIB)	– 6,6	– 4,5	– 4,4	– 4,7	– 3,1	– 3,0	– 3,5

tenues tasas de crecimiento ahora registradas en Europa, particularmente si ésta lleva aparejada un aumento de la probabilidad de aplazamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En segundo lugar, la eventualidad de una inesperada y apreciable corrección de los mercados financieros internacionales que se tradujera en una disminución de la tolerancia al riesgo de los inversores y una reevaluación de nuestras probabilidades de entrada en la UEM. En tercer lugar, una evolución salarial que no tuviese en cuenta que nos hemos desplazado a un entorno de estabilidad de precios que exige reglas de comportamiento nuevas. Finalmente, un desbordamiento de los objetivos presupuestarios que no fuese atajado por las autoridades.

19. El Grupo sigue entendiendo que la lucha contra la inflación, la reducción del déficit público y la revisión de reformas estructurales tendentes a reforzar la competencia continúan siendo los objetivos prioritarios de la política económica. Un progreso adecuado en estos frentes nos daría acceso a la tercera fase de la UEM, a la vez que generaría efectos positivos permanentes sobre nuestra capacidad competitiva y, por tanto, sobre nuestro crecimiento potencial y nuestra capacidad de generación de empleo.

ERROR OCDE *VS* GRUPO DE EXPERTOS



(1) Primer informe del GEPE y previsiones de primavera de 1994 de la OCDE.
(2) Segundo informe y previsiones de otoño de 1994.
(3) Tercer informe y previsiones de primavera de 1995.
(4) Cuarto informe y previsiones de otoño de 1995.

ERROR OCDE *VS* GRUPO DE EXPERTOS
(En valores absolutos)

CUADRO NÚM. 1
DEMANDA NACIONAL

Fecha de previsión		*Previsión para año*	*Error*	
Grupo	*OCDE*		*Grupo*	*OCDE*
(1) Julio 1994	Primavera 1994	1994	1,2	1,2
		1995	0,7	0,2
(2) Enero 1995	Otoño 1994	1994	0,8	0,9
		1995	0,2	0,3
(3) Julio 1995	Primavera 1995	1995	0,0	0,4
(4) Enero 1996	Otoño 1995	1995	0,1	0,2

CUADRO NÚM. 2
PIB

Fecha de previsión		*Previsión para año*	*Error*	
Grupo	*OCDE*		*Grupo*	*OCDE*
(1) Julio 1994	Primavera 1994	1994	0,7	0,9
		1995	0,1	0,1
(2) Enero 1995	Otoño 1994	1994	0,2	0,4
		1995	0,2	0,1
(3) Julio 1995	Primavera 1995	1995	0,4	0,2
(4) Enero 1996	Otoño 1995	1995	0,2	0,4

CUADRO NÚM. 3
INFLACIÓN

Fecha de previsión		*Previsión para año*	*Error*	
Grupo	*OCDE*		*Grupo*	*OCDE*
(1) Julio 1994	Primavera 1994	1994	0,2	0,2
		1995	0,8	1,3
(2) Enero 1995	Otoño 1994	1994	0,0	0,0
		1995	0,4	0,9
(3) Julio 1995	Primavera 1995	1995	0,2	0,1
		1996	0,5	0,5
(4) Enero 1996	Otoño 1995	1995	0,0	0,1
		1996	0,2	0,1
(5) Junio 1996	Primavera 1996	1996	0,0	0,1
(6) Febrero 1996	Otoño 1996	1996	0,0	0,0

CUADRO NÚM. 4
TASA DE PARO

Fecha de previsión		*Previsión para año*	*Error*	
Grupo	*OCDE*		*Grupo*	*OCDE*
(1) Julio 1994	Primavera 1994	1994	0,1	0,3
		1995	1,1	1,5
(2) Enero 1995	Otoño 1994	1994	0,0	0,1
		1995	0,9	1,1
(3) Julio 1995	Primavera 1995	1995	0,1	1,2
(4) Enero 1996	Otoño 1995	1995	0,0	0,2

CUADRO NÚM. 5
BALANZA CORRIENTE Y DE CAPITAL

Fecha de previsión		*Previsión para año*	*Error*	
Grupo	*OCDE*		*Grupo*	*OCDE*
(1) Julio 1994	Primavera 1994	1994	0,9	0,3
		1995	1,3	2,3
(2) Enero 1995	Otoño 1994	1994	0,1	0,2
		1995	2,5	2,6
(3) Julio 1995	Primavera 1995	1995	2,4	2,5
(4) Enero 1996	Otoño 1995	1995	1,0	1,5

CUADRO NÚM. 6
DÉFICIT PÚBLICO

Fecha de previsión		*Previsión para año*	*Error*	
Grupo	*OCDE*		*Grupo*	*OCDE*
(1) Julio 1994	Primavera 1994	1994	0,5	0,8
		1995	0,2	0,7
(2) Enero 1995	Otoño 1994	1994	0,5	0,5
		1995	0,6	0,5
(3) Julio 1995	Primavera 1995	1995	0,6	0,4
(4) Enero 1996	Otoño 1995	1995	0,6	0,6

(1) Primer informe del GEPE y previsiones de primavera de 1994 de la OCDE.
(2) Segundo informe y previsiones de otoño de 1994.
(3) Tercer informe y previsiones de primavera de 1995.
(4) Cuarto informe y previsiones de otoño de 1995.
(5) Quinto informe y previsiones de primavera de 1996.
(6) Sexto informe y previsiones de otoño de 1996.