



Introducción.

Unión monetaria. Las claves del éxito

Los últimos meses previos a la decisión sobre los países que se han de integrar en la primera fase de la Unión Monetaria Europea han visto aparecer un amplio abanico de publicaciones que, con mejor o peor fortuna, analizan la pluralidad de aspectos que supone la construcción de la Unión Monetaria y la participación en ella de la economía española.

No puede, pues, resultar extraño que las *XVI Sesiones de Trabajo de Tesorería*, que ya son tradicionales en el panorama de actos y encuentros relacionados con el sistema financiero, reunieran en Pamplona, gracias a la invitación de la Caja de Ahorros de Navarra, durante los días 13 y 14 de noviembre de 1997, a un conjunto excepcional de expertos para tratar básicamente los tres grupos de cuestiones que polarizaron la atención del amplio y perseverante núcleo de profesionales que año tras año, viene asistiendo a estas sesiones: los problemas relativos a la propia gestación de la UME, como marco de referencia; los efectos de la moneda única sobre los mercados financieros y la innovación en los instrumentos financieros, junto con la aparición de mercados emergentes.

Este número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO trata, al igual que en años anteriores, de reflejar en sus páginas el contenido, revisado y actualizado, de las ponencias y comunicaciones que se presentaron en las referidas *Sesiones de Trabajo de Tesorería*.

UME: CONDICIONES PARA EL ÉXITO

A pocos días de un conjunto de decisiones básicas sobre el inicio de la Unión Monetaria Europea, que constituye el marco de referencia obligado de toda reflexión futura sobre los mercados financieros y su competitividad, no es sorprendente que el tema global más estimulante de las *XVI Sesiones de Trabajo de Tesorería*, sea el relativo a los efectos de la Unión

Monetaria, en general, y de la posición de España en ese contexto, en particular.

El lector de este número de PERSPECTIVAS encontrará en su contenido una variedad de artículos cuya lectura le ofrecerá una visión equilibrada de las posiciones sobre la utilidad de la Unión Monetaria y la mejor estrategia de un país como España para sentirse con cierta firmeza y holgura en su seno. Cuatro puntos básicos son especialmente destacables en esa variada reflexión.

1. En primer término, si bien nadie duda de las ventajas de la existencia de un *mercado único* a escala europea, por sus positivos efectos sobre la competencia, algunos de los autores —entre ellos **Paul Krugman**, **Patrick Minford** y, desde España, **Miguel Boyer**— son claramente reticentes respecto a ese último paso que constituye la Unión Monetaria. Adoptar una moneda única supone renunciar —se dice— a la utilización de la devaluación competitiva del tipo de cambio para evitar o atenuar las consecuencias de los *shocks* asimétricos, y además, no asegura la convergencia real de las economías que forman parte de la Unión. A veces no deja de lanzarse, con evidente intencionalidad, la idea de que a los únicos que realmente les interesa la moneda única es a los bancos centrales, y no tanto a los ciudadanos de a pie (**Krugman**).

No cabe negar que la Unión Monetaria puede tener aspectos negativos —sobre todo a corto plazo—, pero las ideas antes expuestas parecen olvidar que el paso a una Unión Monetaria comporta también ventajas no desdeñables desde el punto de vista de la mejor asignación de los recursos: en términos de desaparición del riesgo de cambio y de los costes de transacción, contribuye a una mayor transparencia en la formación de los precios, y refuerza la estabilidad a través de una política monetaria única y el ejercicio de un “pacto de estabilidad” que consagra una política presupuestaria de consolidación y ajuste, y, lo que se-

guramente es más importante, aumenta la credibilidad de los mercados sobre la solidez de esa línea de estabilidad de la política económica, por parte de los países miembros de la Unión Monetaria.

2. En particular, la renuncia a la posibilidad de utilización del tipo de cambio con fines competitivos, que la moneda única supone, constituye uno de los temas más controvertidos en el contexto de este debate.

Seguramente es una renuncia más aparente que real. El profesor **Enrique Fuentes Quintana** recoge en su documentado artículo unas expresivas palabras del Gobernador del Banco de España en las que recuerda que conceder una especial importancia a la devaluación del tipo de cambio es “confiar demasiado en las virtudes equilibradoras de los tipos de cambio flexibles, que sólo pueden corregir las desviaciones alcistas de costes con la ayuda de políticas monetarias restrictivas y, por tanto, por vías de ajuste básicamente similares a las que operarán, en tales casos, en una Unión Monetaria”

3. La experiencia de la fase preparatoria, que ha obligado al conjunto de países con aspiración a entrar en la UME a alcanzar unas determinadas metas en términos de criterios de convergencia nominal, no es ciertamente negativa. Antes bien ha contribuido a corregir desequilibrios básicos de las economías de los países de la Unión Europea que, en todo caso, eran obstáculos para el crecimiento futuro de dichas economías.

La situación española constituye un ejemplo paradigmático de esa línea. El camino de la estabilidad basada en una política monetaria ejercida con autonomía y responsabilidad por el Banco de España, con el apoyo indispensable de un Presupuesto cada vez más equilibrado a niveles, hace pocos años, impensables, ha permitido una senda de reducción de los tipos de interés que, junto con otros factores de confianza económicos y sociales, han estimulado un fuerte crecimiento del PIB en términos reales, y una creación de empleo intensa, a pesar del mantenimiento de una elevada tasa de paro.

Se han producido, sin duda, avances importantes en la aproximación, tantas veces reclamada, de la convergencia real de la economía española en relación con la europea. Para muchas personas, aunque no sea un efecto explícito de la Unión Monetaria, la dinámica de su construcción y de su funcionamiento futuro llevará a una creciente convergencia en otros aspectos a los que hasta ahora se ha prestado menos

atención, al menos de forma explícita, como la armonización tributaria y la homologación de la dimensión social y laboral.

4. La afirmación anterior no supone negar que la fase transitoria —hasta el año 2002—, como recuerda **Miguel Boyer**, vaya a ser una etapa dura y difícil por las distorsiones que crea el engarce entre economías con fuertes divergencias reales. Supone más bien mostrar las contrapartidas positivas de ese esfuerzo y de los inevitables riesgos por los que atravesarán las economías nacionales, especialmente las más debilitadas en sus fundamentos.

En suma, la controversia sobre la conveniencia o no de construir una Unión Monetaria a partir de la actual Unión Europea no está exenta de argumentos que ofrecen puntos de reflexión importantes. Parece, sin embargo, que los aspectos críticos más señalados no tienen fundamentos muy sólidos y reflejan, en ocasiones, intereses de países y bloques económicos que los sitúan, por tanto, en un terreno ajeno al debate técnico en sí mismo.

Con referencia a la situación concreta de España, cabe preguntarse si, dada la línea de avance de la UME acordada por el conjunto de países de la Unión Europea, cabría la posibilidad real de apartarse de esa vía de integración. ¿Puede una economía como la española, con su grado de apertura exterior —y especialmente europea—, inhibirse de la construcción de la UME? La opinión mayoritaria es negativa.

En todo caso, parece claro que ya no es el momento de plantearse la conveniencia o no de avanzar en la creación de la UME, ni si es bueno para España entrar o no en esa Unión. Es posible que el debate sobre la utilidad real de la Unión Monetaria haya sido escaso en el pasado, sobre todo en algunos países, como es el caso de España. Pero ahora, aproximadamente a dos meses vista de la consolidación del proyecto, y con los “deberes” de Maastricht cumplidos, es necesario convenir (**Duisenberg y Boyer**) que lo importante más bien es diseñar la política y las actuaciones que *contribuyan al éxito de una decisión ya adoptada* y reiteradamente refrendada por la mayoría de los países de la Unión Europea, entre los que se encuentra España.

Ese mensaje constructivo de racionalidad es el que late con toda claridad en la mayoría de los trabajos de este número de PERSPECTIVAS, que confluyen en la idea de que es preciso en España —y también en otros países— abordar un conjunto de reformas de fondo que aseguren la sostenibilidad de los equili-

brios logrados hasta el momento y estimulen avances futuros en la convergencia real de los países de la Unión.

En ese sentido, y con referencia a España, la reforma de las administraciones públicas y la flexibilización de algunos mercados de servicios y factores productivos —en particular, el mercado de trabajo— vuelven a surgir como la base de las necesarias mejoras del sistema productivo que podrían contribuir en el futuro a reducir el posible impacto de los *shocks* asimétricos que puedan afectar al conjunto de países de la Unión Europea. Y, por otra parte, emerge con toda claridad la necesidad de intensificar la inversión —pública y privada—, especialmente la encaminada a cubrir las deficiencias de capital humano, de infraestructura y de tecnología que caracterizan a la economía española y limitan sus posibilidades de crecimiento a largo plazo, como, con toda lógica, recuerda el profesor **Fuentes Quintana** en su colaboración.

No parece, sin embargo, como algunos opinan, seguramente con la mirada puesta en Gran Bretaña, que en esa línea de actuación tal vez hubiera sido más constructivo dedicarse con intensidad a corregir los defectos de estructura de las economías nacionales, contribuyendo a su mayor flexibilidad, sin trazarse esas metas ambiciosas —para algunos, en exceso— de construir una unión monetaria. Quienes así opinan parecen olvidar que en algunos países, y desde luego en España, los grandes avances de las reformas económicas siempre han venido impulsados desde el exterior. Aunque sólo fuera como soporte y elemento impulsor de reformas de fondo, en todo caso necesarias para el funcionamiento más flexible de la economía española, la participación en el proyecto de la UME tiene una clara y profunda justificación.

Por tanto, desde una óptica española, hoy el problema no es debatir —con evidente retraso— entre el sí y el no a la Unión Monetaria Europea, sino preguntarse qué reformas hay que practicar para que el futuro dentro de la UME no sea amenazante para la economía española.

Seguramente, como destaca **Patrick Minford**, el papel inicialmente más importante de la Unión Monetaria en los próximos años sea el de forzar una rápida liberalización de las economías de los distintos países integrantes. Sólo así la UME adquiriría sentido y vencería los obstáculos económicos de los que parte. Para muchos, ese avance en la flexibilización de las economías nacionales, necesario en todo caso, es más factible desde dentro que desde fuera de la Unión Monetaria.

LA MONEDA ÚNICA Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

La segunda parte de este número de PERSPECTIVAS se dedica a analizar con cierto detalle algunas posibles conexiones entre la moneda única y los mercados financieros. Cuatro trabajos integran este apartado.

El primero de ellos, debido a **Alfredo Pastor**, se ocupa de una cuestión que preocupa de manera singular a los operadores de los mercados: el papel de la información en la toma de decisiones en el mercado financiero. Contar con las bases estadísticas apropiadas, no confiar excesivamente en modelos económicos y mantener posturas conservadoras son las recetas que nos ofrece el autor para evitar predicciones apresuradas que puedan conducir a la adopción de decisiones inadecuadas.

Francisco Oña, por su parte, analiza los posibles efectos de la Unión Monetaria sobre los mercados financieros y, especialmente, sobre los de renta fija. Para el Presidente de la AIAF, Mercado de Renta Fija, un primer problema es el de la localización de estos mercados, a la vista del proceso de concentración que, ineludiblemente, habrá de producirse; los esfuerzos que España habrá de realizar en este sentido quedan fuera de toda duda. En segundo lugar, para que puedan suministrarse los fondos necesarios para la inversión privada, habrán de fomentarse las medidas reductoras del déficit público. Por último, destaca el relevante papel que corresponde a las instituciones de inversión colectiva en este proceso, y finaliza su aportación con un conjunto de propuestas de reforma en los ámbitos normativo y operativo.

En su trabajo, los expertos de Caja de Madrid **Carlos Contreras** y **Magdalena González** tratan de dar respuesta a tres interrogantes: ¿cuál es la probabilidad de acceso a la Unión Económica y Monetaria asignada por el mercado español? ¿cuál será el diferencial de tipos entre España y Alemania compatible con un régimen particular de tipos de cambio irrevocables? o, alternativamente, ¿cuál es el tipo de cambio fijo compatible con el actual diferencial de tipos de interés, aceptado el hecho de nuestra integración? Las conclusiones pueden resumirse fácilmente: la positiva evolución de las condiciones para el acceso a la Unión Monetaria y la ausencia de elementos significativos en cuanto a los diferenciales teóricos de tipos de interés a diez años entre España y Alemania.

Fernando Gutiérrez Junquera subraya la estrecha relación existente entre los mercados financieros españoles y las corrientes internacionales, por lo que,

en primer término, sitúa su posición en la panorámica de la economía internacional, tomando como puntos de referencia Estados Unidos, Japón y las economías europeas. En relación con España, el autor aventura para 1998 un escenario de moderado descenso de los tipos de interés a corto plazo. En cuanto a los tipos a largo plazo, su evolución estará determinada por Alemania, que marcará la pauta al resto de los países de la Unión. En este sentido, es posible un aumento moderado, algo más suave que el que registren los bonos alemanes.

En cuanto al tipo de cambio, si se confirma la opinión generalizada de que los tipos de conversión al euro de las monedas nacionales se determinarán a partir de los centrales del SME, podrá producirse una ligera depreciación de la peseta frente al marco, acompañando su ritmo a la disminución de los diferenciales de tipos a corto.

NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y MERCADOS EMERGENTES

El último conjunto de trabajos que integran este número de PERSPECTIVAS se dedica al análisis de los mercados emergentes y de los problemas a que se han de enfrentar los instrumentos financieros.

En primer término, **Francisco Tur Hartmann**, desde su privilegiada cota como responsable del proyecto TARGET en el IME, da cumplida información de la situación en que actualmente se encuentra el desarrollo del sistema de pagos TARGET, integrado por un sistema de liquidación bruta en tiempo real, un sistema de pagos del Banco Central Europeo y un sistema de interconexión entre los dos anteriores para poder ejecutar la política monetaria única de forma eficiente. La importancia de estas técnicas ha aconsejado incluir, como documento en este número, el "Segundo Informe sobre el estado del proyecto TARGET", del mes de septiembre de 1997.

Jaime Caruana, Director General del Tesoro y Política Financiera, aborda en su colaboración los recientes cambios en la financiación del déficit público, desde una perspectiva cuantitativa y cualitativa. El principal efecto ha sido la notable reducción producida en los costes de financiación, gracias al descenso de los tipos de interés. También destaca como datos significativos el importante aumento de los volúmenes de ahorro que se canalizan a través de las instituciones de inversión colectiva y la distinta composición de los tenedores de los valores, marcada actualmente por el predominio de los inversores espa-

ñoles sobre los no residentes, lo que ha supuesto una consolidación del mercado, que, asimismo, ha ganado estabilidad.

La búsqueda de nuevas oportunidades de inversión ha hecho volver la mirada hacia aquellas áreas económicas en expansión que pudieran considerarse especialmente interesantes. En este sentido, y por razones obvias de vinculación con nuestro país, la región latinoamericana ha sido objeto de preferente atención por los inversores españoles. En su trabajo, **Miguel Sebastián**, Director del Servicio de Estudios del BBV, sitúa los mercados emergentes en el contexto global de aumento del ahorro y diversificación de las inversiones, analiza los factores que hacen de Latinoamérica una zona preferente y analiza las distintas características de sus economías, lo que impone la necesidad de diferenciar entre ellas, como factor de riesgo adicional relevante.

La financiación estructurada se define por **Javier Pazos** como el conjunto de técnicas financieras y legales que permiten a los agentes económicos convertir activos financieros de muy diversa naturaleza en valores homogéneos de alta calidad crediticia, susceptibles de ser adquiridos por inversores institucionales incorporándolos a las carteras de valores que gestionan. La experiencia española, centrada hasta ahora en los fondos de Titulización Hipotecaria y en la refinanciación de los activos resultantes de la moratoria nuclear, puede verse extraordinariamente ampliada si se aprobara la pendiente regulación de los fondos de titulización de activos.

Por su parte, **Tim Ritchie** explica en su artículo el funcionamiento de la Asociación del Mercado Crediticio, operante en Gran Bretaña, de la que es Presidente, y cuyos objetivos básicos consisten en uniformar y simplificar la venta de activos crediticios, establecer un mercado uniforme para procedimientos de liquidación, acordar un código de usos para la actividad del mercado, crear un mecanismo de evaluación de créditos para ayudar a los gestores de la cartera de préstamos y persuadir a los prestatarios, bancos y demás participantes en el mercado de las ventajas de un mercado crediticio más líquido y estructurado.

* * *

Como es habitual en las *Sesiones de Trabajo de Tesorería*, también tuvieron destacadas intervenciones el Secretario de Estado de Economía, **Cristóbal Montoro**, que pronunció la conferencia de clausura, dedicada al análisis de la situación económica española

ante la Unión Económica y Monetaria; **Miguel Sanz Sesma**, Presidente del Gobierno —y de la Caja— de Navarra, que realizó una reflexión sobre el contenido de las sesiones de trabajo; y **José M^a Aracama Yoldi**, Consejero de Economía y Hacienda del gobierno navarro, que dio la bienvenida a los asistentes e hizo un breve repaso de la situación económica de aquella Comunidad Autónoma. Es, asimismo, de justicia reconocer la eficaz labor de los moderadores de las sesiones: **David Brighty**, Embajador de Gran Bretaña, y

Román Bono, entonces Presidente de la Caja de Ahorros del Mediterráneo, que supieron con prudencia e inteligencia dirigir los debates que siguieron a la exposición de cada ponente.

Al lector corresponde ahora su personal valoración del contenido de los trabajos de este número de PERSPECTIVAS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO que, en lo fundamental, reflejan, como se ha dicho, un año más, lo que fueron las *XVI Sesiones de Trabajo de Tesorería*.