



La economía y los mercados financieros españoles: perspectivas para 1998

Fernando Gutiérrez Junquera

Las perspectivas de los mercados financieros españoles para 1998 aparecen, más que nunca, estrechamente ligadas a las corrientes internacionales. En particular, la evolución de los tipos de interés y del tipo de cambio estará determinada por el proceso de convergencia y la constitución del área del euro el 1 de enero de 1999, de la que, con toda probabilidad, España formará parte. En contrapartida, los rasgos particulares de la evolución de la economía española pierden peso específico en la configuración de las condiciones en nuestros mercados financieros. Este fenómeno, que ya hemos podido advertir con fuerza cada vez mayor en los últimos años, tomará un carácter definitivo a partir del inicio de la Unión Económica y Monetaria.

En consecuencia, es forzoso comenzar con una sumaria panorámica de la economía internacional, para después situar en ese contexto a la economía española, y concluir con unas consideraciones acerca de las perspectivas de los tipos de interés para el próximo año.

Los indicadores recientes sobre la evolución económica internacional confirman una situación muy generalizada de expansión sin tensiones inflacionistas preocupantes, pero existen diferencias apreciables entre las principales áreas económicas. En el cuadro núm. 1 se resumen las previsiones del FMI de diciembre de 1997 para los mayores países, que son representativas de esta percepción. Ahora bien, los acontecimientos recientes en el Sureste Asiático, y su impacto depresivo sobre otras economías, introducen elementos que podrían alterar estas previsiones y que resultan, todavía, difíciles de valorar.

En Estados Unidos, el cuadro económico es muy brillante: se mantiene una expansión ininterrumpida

que dura ya más de seis años, y la inflación continúa baja. Por su parte, las cuentas públicas están en una situación prácticamente de equilibrio. Esta evolución, sorprendentemente favorable, dificulta las previsiones sobre la economía norteamericana. La mayor parte de los analistas han venido vaticinando, desde hace ya tiempo, una desaceleración; ésta podría ser gradual, hasta situarse en tasas de crecimiento próximas a lo que puede entenderse como el potencial, o bien podría ocurrir de manera más brusca, si se produjera un recalentamiento de la economía norteamericana, con reaparición de tensiones inflacionistas, que llevara a un endurecimiento significativo de la política monetaria y, finalmente, a una recesión.

Hasta el momento, sin embargo, la economía norteamericana ha contradicho tales expectativas: en 1997 estamos asistiendo a una aceleración del crecimiento, que se situará, en el conjunto del año, en tasas entre el 3,5 y el 4 por 100, mientras que la inflación se ha reducido. La desaceleración que se apuntaba en el segundo trimestre del año no se está confirmando con posterioridad y, aunque la mayor parte de las previsiones apuntan hacia un crecimiento en 1998 en torno al 2,5 por 100, los pronósticos sobre Estados Unidos para 1998 incorporan una notable incertidumbre. Las posibles repercusiones —en principio moderadas— de la crisis de los países asiáticos tenderían a respaldar las expectativas de desaceleración. Si tales previsiones se cumplieran, no cabría esperar alteraciones importantes de los tipos de interés en 1998. La política monetaria norteamericana tiene, en la actualidad, un carácter contractivo, reforzado por la considerable apreciación del dólar en 1997. Ello limita las posibilidades de un endurecimiento adicional en 1998; puede contemplarse, incluso, la posibilidad de un recorte de los tipos de interés para la última parte de ese año si, efectivamente, la economía norteamericana

**CUADRO NÚM. 1
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS INTERNACIONALES (*)**

	CRECIMIENTO PIB			INFLACIÓN		
	1996	1997 (p)	1998 (p)	1996	1997 (p)	1998 (p)
EE.UU.....	2,8	3,8	2,4 (-0,2)	2,9	2,4	2,6
Japón	3,9	1,0	1,1 (-1,0)	0,1	1,7	0,8
Iberoamérica.....	3,5	5,3	3,3 (-1,3)	20,7	13,7	9,4
Alemania	1,4	2,3	2,6 (-0,2)	1,5	1,8	2,3
Francia.....	1,5	2,3	2,7 (-0,1)	2,0	1,1	1,2
Italia.....	0,7	1,3	2,3 (0,2)	3,9	1,9	2,1
España	2,3	3,3	3,5 (—)	3,6	2,0	2,4

(*) Tasas medias de aumento.

(p) Previsiones del FMI de diciembre de 1997, excepto para España (previsiones de Argentaria). Las cifras entre paréntesis recogen las modificaciones respecto a las previsiones anteriores.

Fuente: FMI, INE y Argentaria.

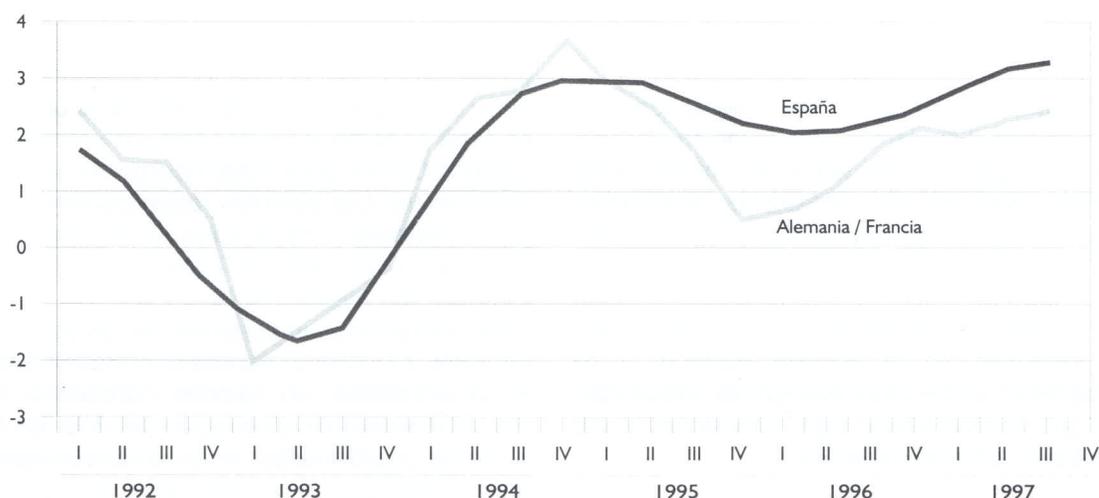
americana se desacelera y continúan sin emerger tensiones inflacionistas apreciables.

Japón, en 1997, ha experimentado un bache de crecimiento. Aunque, en parte, puede atribuirse a factores puntuales —subida del impuesto sobre las ventas—, la crisis de los países del Sudeste Asiático va a tener un impacto recesivo adicional de magnitud muy notable, que podría llevar en 1998 a crecimientos sustancialmente menores que los inicialmente previstos por los principales organismos internacionales. En este marco, en el que cabe esperar una vuelta a tasas de inflación inferiores al 1 por 100, y la persistencia de problemas graves en el sistema financiero, ahora agravados por las perspectivas desfavorables de las inversiones crediticias en los países del área,

los tipos de interés deberían mantenerse en niveles muy bajos.

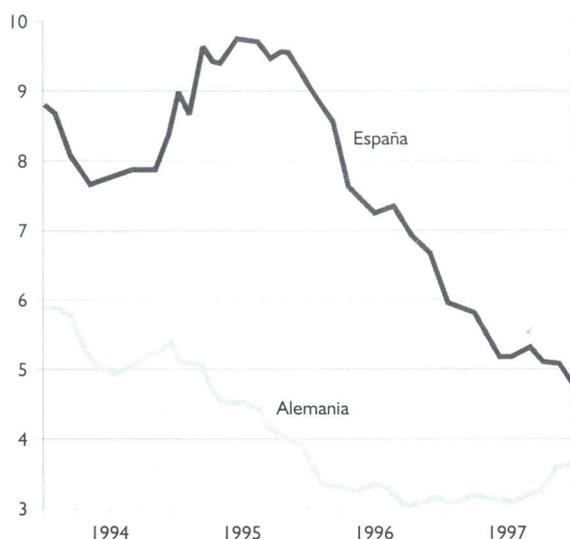
En Europa, existen diferencias notables entre la situación de algunas economías pequeñas y/o periféricas (entre las que se encuentra España) y el núcleo franco-alemán (gráfico 1). Las primeras (junto con España, Portugal, Holanda, Irlanda, Dinamarca, todavía más el propio Reino Unido) se encuentran, claramente, en fases más avanzadas del ciclo expansivo. Mientras tanto, en Francia y Alemania la recuperación en 1997 se está basando, en gran medida, en la demanda externa y, para consolidarse, precisará de una contribución superior de la inversión y el consumo internos. Con todo, los indicadores de clima empresarial y de la confianza de los consumidores están mejo-

**GRÁFICO I
EL CICLO ECONÓMICO EN ESPAÑA Y EN EUROPA
1992-1997 (Tasas Interanuales de aumento del PIB)**

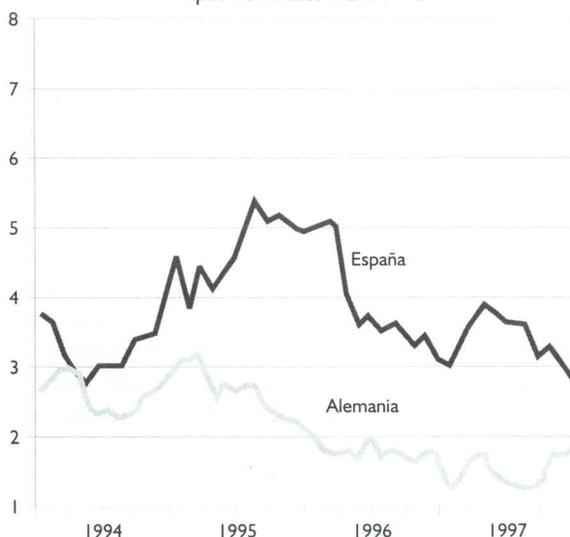


Fuente: OCDE e INE.

GRÁFICO 2
TIPOS NOMINALES A 3 MESES



TIPOS REALES A 3 MESES
Tipos nominales menos IPC



Fuente: OCDE y Banco de España.

rando, aunque desde niveles muy bajos, y las previsiones para 1998 son de reforzamiento gradual de la actividad en estos países, hasta ritmos quizás algo inferiores al 3 por 100.

La inmensa mayoría de los analistas esperan un aumento de los tipos de interés a corto plazo en estos países; estas expectativas se reforzaron tras el alza de los tipos de interés de intervención en Alemania, el día 9 de octubre, inmediatamente secundada por otros varios países europeos, incluida, muy particularmente, Francia. Sin embargo, el impacto de la crisis

GRÁFICO 3
COTIZACIÓN DEL DÓLAR FRENTE AL MARCO



Fuente: Reuters.

asiática puede conducir a una revisión de tales expectativas.

A pesar de ello, existen razones poderosas que justifican la subida de tipos en Alemania. En primer lugar, que la política monetaria presente puede calificarse como laxa: los tipos de interés a corto plazo se sitúan en niveles históricamente bajos, tanto en términos nominales como reales, y el tipo de cambio ha registrado una depreciación muy significativa —entre el 15 y el 20 por 100 frente al dólar— en el último año (gráficos 2 y 3). Esta situación puede ser adecuada para un contexto de actividad económica muy débil y nulas tensiones inflacionistas, distinto del actual y del previsto para 1998 que, en todo caso, podría caracterizarse como de recuperación gradual y aumento, siquiera moderado, de la inflación. En segundo lugar, a la Unión Monetaria se van a sumar países, como antes se ha destacado, que se encuentran en una fase más adelantada del ciclo y requieren ya un grado más fuerte de restricción monetaria.

En este contexto, las próximas acciones de política monetaria de los países centrales de Europa, con mayor credibilidad antiinflacionista, son relevantes para asegurar la percepción de la Unión Monetaria Europea como un área de estabilidad de precios, y disipar las dudas que pudieran llevar a una debilidad inicial del euro. Sin duda, estas tareas podrían dejarse en exclusiva al Banco Central Europeo, a partir del 1 de enero de 1999. Sin embargo, situar los tipos de interés en un nivel más elevado antes de esa fecha está aconsejado por diferentes motivos: el primero es que si la acción fuera temprana seguramente disminuiría

la intensidad requerida del alza de los tipos de interés y se minimizarían, por tanto, los efectos negativos sobre el crecimiento. El segundo es que forzar al BCE a iniciar su actividad con alzas sensibles de los tipos de interés tendría un impacto negativo sobre la aceptación de la Unión Monetaria, sobre todo teniendo en cuenta que amplios segmentos de la opinión pública se muestran contrarios o, al menos, desconfiados con respecto a su conveniencia.

En suma, parece que, en los próximos meses, los tipos de interés en los países centrales de Europa continuarán subiendo, y determinarán unos niveles iniciales para el BCE más elevados de los actuales. Es difícil anticipar cuáles serán exactamente éstos, puesto que dependerán de factores por el momento desconocidos: sobre todo, de la intensidad de la recuperación económica y de las tensiones inflacionistas en los próximos meses, que a su vez se verá influida por otros elementos, particularmente el efecto que, finalmente, tenga la crisis asiática y la evolución del dólar. Esta cuestión se discute con mayor detalle más adelante.

Por su parte, el contexto de inflación algo más elevada y mayor actividad debería empujar los tipos de interés a largo moderadamente al alza, desde los reducidos niveles actuales; aunque los tipos de interés a largo en Estados Unidos podrían seguir un comportamiento similar, podría esperarse una cierta tendencia al estrechamiento de sus diferenciales actuales con los tipos europeos, a la vista de la mejor situación de las finanzas públicas norteamericanas y la prevista desaceleración de la actividad en ese país.

Por lo que respecta a España, ya se han señalado antes las diferencias en su posición cíclica con respecto a las economías centrales de Europa. Desde 1995, España viene creciendo más que los países del

núcleo europeo, y se puede prever que esta situación persista en 1998. Al contrario que en muchos países europeos, el crecimiento de la economía española no se apoya fundamentalmente en el sector exterior: la formación bruta de capital en bienes de equipo y el consumo privado están teniendo una contribución muy notable, con tasas de crecimiento en torno al 10 y al 3 por 100, respectivamente. A ello han contribuido diferentes factores, entre los que pueden destacarse la fuerte reducción operada en los tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo.

En buena medida, éste último es un beneficio derivado de la convergencia hacia la Unión Monetaria Europea; al efecto favorable intrínseco de la reducción operada en la inflación y el déficit público, hay que sumar la disminución de la prima de riesgo asociada a la probabilidad creciente de entrada en la Unión Monetaria Europea. Al propio tiempo, la economía española ha consolidado la recuperación manteniendo una contribución positiva al crecimiento del sector exterior. Éste, que resulta un fenómeno relativamente novedoso, puede explicarse, en parte, por una cotización de la peseta suficientemente competitiva, tras corregir la sobreapreciación de los últimos años ochenta y primeros noventa.

Para 1998, la mayor parte de las previsiones apuntan hacia una cierta aceleración adicional del consumo y de la inversión —en este último caso, más pronunciada en el componente de construcción—; la expansión de la demanda interna sería paralela a un aumento de las importaciones. A pesar de que las exportaciones mantendrían tasas de crecimiento muy elevadas (seguramente en torno al 10 por 100 real), se produciría una pequeña contribución negativa del crecimiento del sector exterior, de, quizás, tres décimas de punto (cuadro núm. 2).

CUADRO NÚM. 2

<i>(Tasas interanuales en porcentaje)</i>	1995	1996	1997 (p)	1998 (p)
Consumo privado	1,6	1,9	3,3	3,4
Consumo público	1,8	0,1	-0,6	1,0
Formación bruta de capital	7,8	0,9	4,7	6,6
B. de equipo	11,7	5,9	10,5	10,5
Construcción	5,7	-2,0	1,4	4,0
Demanda interna	3,2	1,4	2,7	3,0
Exportaciones	10,0	9,9	12,2	10,0
Importaciones	11,0	6,2	9,7	10,5
PIB	2,7	2,3	3,3	3,5
Contribución demanda externa	-0,6	0,9	0,5	-0,3
Contribución demanda interna	3,3	1,4	2,8	3,8

(p) Previsión.

Fuente: INE y previsiones Argentaria.

En este contexto, cabe esperar un cierto aumento de la inflación. Ésta ha tenido, en los primeros meses de 1997, un comportamiento extraordinariamente favorable; la reducción en la tasa interanual de crecimiento del IPC fue drástica, desde el 3,2 por 100 en diciembre de 1996 al 1,5 por 100 en mayo de 1997. Aunque todos los componentes fundamentales del IPC —incluyendo los precios de los servicios y, sobre todo, los bienes industriales de consumo— contribuyeron a este comportamiento, en gran parte debe atribuirse a una evolución excepcionalmente favorable —y difícilmente repetible— de los precios de los alimentos.

En consecuencia, en los últimos meses el descenso del IPC se ha frenado, y su tasa de crecimiento se ha situado en torno al 2 por 100. Es previsible una aceleración en los primeros meses de 1998, posiblemente hasta niveles en torno al 2,5 por 100, para terminar el año algo por debajo de esta última cifra (gráfico 4).

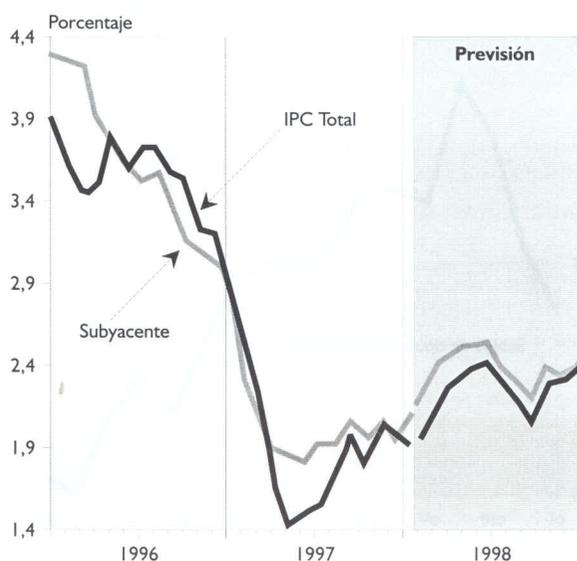
Este panorama no puede considerarse particularmente alarmante, en la medida en que refleje, exclusivamente, el efecto de un comportamiento “normal” de los alimentos, pero existen ciertos riesgos, particularmente en un contexto de expansión de la demanda interna, de que se consolide una aceleración de los componentes más “tendenciales” de la inflación. Tales riesgos pueden provenir de distintos frentes: uno de ellos es el dólar, cuya apreciación ha tenido cierta incidencia en la evolución del IPC en los meses recientes, principalmente a través de los precios de la energía y

de los servicios turísticos; ciertamente la tendencia a la apreciación del dólar remitió a partir del verano, y no es probable que recupere sus altos niveles de entonces, en un contexto como el previsto, de desaceleración económica en Estados Unidos y recuperación europea, y reducción de los actuales diferenciales de tipos a corto entre ambas áreas. Sin embargo, no cabe excluir una mayor fortaleza del dólar en los próximos meses, si estos pronósticos no se cumplen, o si se suscitara alguna desconfianza en los mercados acerca del proceso de Unión Monetaria.

Otro riesgo proviene de los aumentos salariales y de los márgenes empresariales; en cuanto a los primeros, parece que, a lo largo del año, han ido ajustándose gradualmente al contexto de menor inflación; en la actualidad, los aumentos salariales firmados para 1997 se sitúan en el 3 por 100, y, en los convenios con validez para 1998, los aumentos se sitúan algo por debajo del 2,5 por 100. En términos de ganancias por trabajador, los incrementos son más elevados (algo inferiores al 4 por 100 en los meses transcurridos de 1997), pero también muestran una moderación. Si se confirmaran estas tendencias, no serían los salarios un elemento particularmente preocupante. Sin embargo, el grueso de la negociación salarial para 1998, que tendrá lugar en el próximo semestre de ese año, podría verse afectada por el alza del IPC que se espera para ese período (gráfico 5).

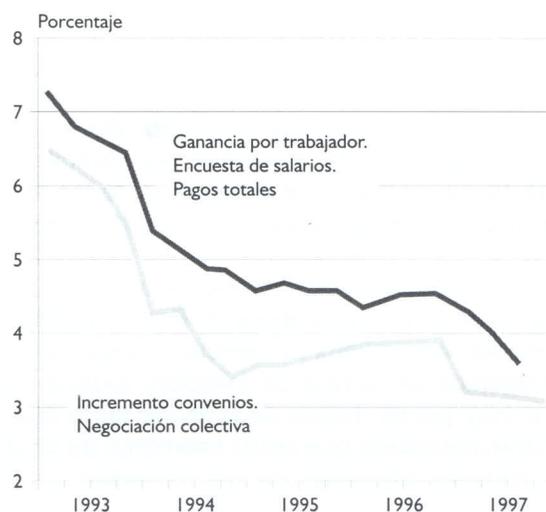
Por su parte, las empresas se están beneficiando considerablemente del descenso de los gastos finan-

GRÁFICO 4
PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN



Fuente: Argentinaria.

GRÁFICO 5
INCREMENTO SALARIAL ACUMULADO ANUAL



Fuente: INE.

cieros; si bien esto introduce cierto peligro de laxitud en la negociación salarial, también permitiría mantener tasas elevadas de beneficio sin presionar sobre los precios. No obstante, en aquellos sectores más protegidos de la competencia, la expansión prevista de la demanda siempre supone un riesgo.

En suma, es preciso limitar el alza de los precios en 1998, y no tanto por el cumplimiento del criterio de convergencia, que no está en peligro, sino, sobre todo, porque sería muy perturbador para la economía española abordar la Unión Monetaria plena con una economía acelerada con respecto al conjunto de los países del área y con tensiones inflacionistas más fuertes. En estas condiciones, la política monetaria común resultaría excesivamente suave para España y la pérdida de competitividad derivada del diferencial de inflación tendría una incidencia más inmediata y directa sobre la actividad y el empleo.

Ahora bien, frente al riesgo de un repunte en la inflación, en la situación actual se dispone de menos herramientas correctoras. La política monetaria tiene severas limitaciones, derivadas de la necesidad de convergencia en 1998 con los tipos de interés comunes, que se comentan más adelante. La política fiscal, según los presupuestos que se están discutiendo actualmente, continúa una línea coherente con la convergencia y el Pacto de Estabilidad, de reducción del déficit público, y supone un marco de contención de la demanda. Sin embargo, no va a tener el mismo impacto contractivo que en 1997: una vez realizado el grueso del esfuerzo de convergencia, resulta muy difícil mantener el mismo grado de presión sobre los gastos corrientes y sobre la inversión pública, entre otras razones por motivos de pura eficiencia del propio sector público. Por ello, para controlar los precios en 1998 será necesario vigilar el aumento de los precios administrados, extremar el rigor en la ejecución del presupuesto, cumpliendo estrictamente la norma que impide que los posibles ingresos adicionales se destinen a aumentar el gasto, y acelerar las medidas liberalizadoras que reduzcan la protección de los sectores hasta ahora menos expuestos a la competencia.

En este contexto, ¿cuál puede ser el papel de la política monetaria? Hasta ahora, el Banco de España ha procedido con mucha prudencia: a pesar del descenso operado en la tasa de inflación, todavía mantiene, a muy pocos meses de la fecha en la que se anunciarán los países que serán miembros de la UEM y las paridades bilaterales de sus monedas, un diferencial apreciable de tipos a corto plazo con Alemania. Parece claro que esta tónica de prudencia se va a mantener, y más en un marco de aumento, siquiera

sea moderado, del IPC, de forma que el Banco de España tenderá a posponer el ajuste de los tipos. Ahora bien, los márgenes de los que dispone el Banco de España para articular una política monetaria que tome en cuenta los condicionantes internos son muy limitados.

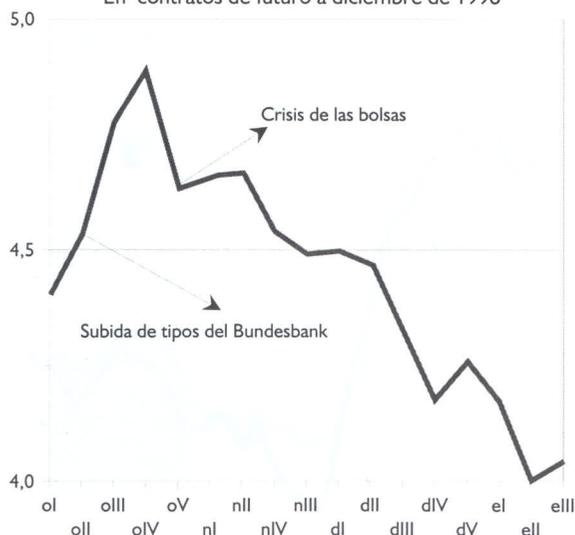
Tales márgenes están principalmente determinados por dos elementos: la cuantía de la reducción requerida, que dependerá del nivel que se acuerde como adecuado para iniciar la política monetaria común, y el tiempo disponible para hacer el ajuste.

En cuanto al primer elemento, es todavía muy difícil de precisar, porque depende de la velocidad de la recuperación económica en los principales países europeos y de la intensidad prevista de las tensiones inflacionistas futuras. A modo de orientación, puede señalarse que, según los contratos de tipos de interés futuros, los mercados esperan que los tipos a tres meses estén en Alemania, a final de 1998, levemente por encima del 4 por 100; ello sería coherente con una expectativa algo inferior para los tipos oficiales de intervención. Con todo, estas expectativas de los mercados se han mostrado volátiles: tras la última subida de los *repos* por el Bundesbank, los tipos futuros a tres meses se aproximaron al 5 por 100, pero han retrocedido en las últimas semanas (gráfico 6).

Una previsión ampliamente compartida situaría el tipo a muy corto plazo en el entorno del 4 por 100 al final de 1998, pero si la recuperación en Alemania y

GRÁFICO 6
TIPOS ALEMANES A TRES MESES

En contratos de futuro a diciembre de 1998



Fuente: Bloomberg.

Francia se debilita, y la inflación se mantiene en 1998 en niveles inferiores al 2 por 100, el alza de los tipos oficiales podría ser algo menor.

En todo caso, parece razonable asumir que los tipos oficiales de Alemania subirán en los próximos meses, reduciendo el recorte que el Banco de España debiera instrumentar.

Con respecto al tiempo disponible para que los tipos de interés españoles se igualen a los de otros países europeos, es clave determinar si el proceso de convergencia de tipos de interés ha de completarse, necesariamente, en el mes de mayo de 1998, es decir, una vez que se anuncien las paridades de las monedas que formarán parte de la UEM, o si tal proceso puede prolongarse, incluso, hasta diciembre de 1998.

El que se anuncien las paridades irrevocables en el mes de mayo no quiere decir que las cotizaciones de mercado deban situar en ese nivel sus monedas a partir de ese momento, sino que esas serán las de conversión el 31 de diciembre de 1998. Por tanto, sería posible en principio mantener diferenciales de tipos a corto durante este período. En caso de que el anuncio fuera creíble, los países con tipos de interés más elevados tendrían sus monedas apreciadas con respecto a la paridad de conversión. Esta apreciación recogería, simplemente, el descuento por los mercados del diferencial de tipos de interés y se iría corrigiendo a medida que se redujera tal diferencial, o, simplemente, fuera transcurriendo el período durante el cual esta diferencia puede mantenerse —es decir, a medida que se acercara el 31 de diciembre—. Ahora bien, siendo esto teóricamente posible, ¿qué ventajas o qué inconvenientes reporta?

Las ventajas potenciales son fundamentalmente dos: la primera aparecería si los países con tipos de interés más reducidos necesitasen el período "interino" entre mayo y diciembre de 1998 para ajustar sus tipos de interés al nivel común deseado, más alto, o si, con la información disponible entonces, no fuera posible determinar con precisión cuál debería ser este nivel. En estos casos, si se uniformaran en mayo todos los tipos a un nivel demasiado bajo, ciertos países habrían de reducir sus tipos para volverlos a subir en los meses siguientes. Con ello, estos bancos centrales, que presumiblemente estaban hasta entonces manteniendo tipos más elevados en razón de sus condiciones internas, se verían en una situación difícil de explicar a su opinión pública, al tiempo que se correría el riesgo de dar una orientación errónea a los mercados de estos y de los restantes países, puesto que éstos podrían inter-

pretar que el nivel inicial de convergencia iba a ser mantenido hasta el 1 de enero de 1999.

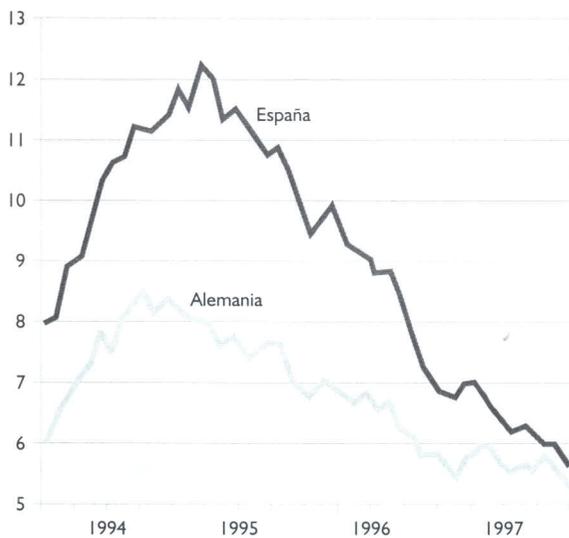
La otra ventaja es que, con tipos de interés diferentes, los bancos centrales ganan algún margen de maniobra adicional para el caso de que la credibilidad del anuncio no sea total a lo largo de los meses del período interino. Evidentemente, con tipos de interés iguales, los tipos de cambio deberían situarse en las paridades anunciadas. Cualquier desviación sería una señal muy clara de falta de credibilidad, que debería ser inmediatamente corregida con intervenciones cambiarias. En cambio, el mantenimiento de tipos algo diferenciados hace estas situaciones menos evidentes y proporcionaría a los bancos centrales alguna mayor libertad para acciones vía tipos de interés.

En contrapartida, puede argumentarse que el mantenimiento de estos diferenciales de tipos puede, por sí mismo, suscitar ciertas dudas en los mercados acerca del grado de coordinación de los bancos centrales europeos, o de la confianza de los países con tipos de interés altos sobre la aceptación de la paridad anunciada. Tales dudas tenderían a ser tanto mayores cuanto mayor fuera el diferencial de tipos. Por otra parte, es claro que si el anuncio es creíble, la capacidad de mantener políticas monetarias diferenciadas para propósitos internos durante este período es muy reducida: incluso si los bancos centrales mantienen tipos de interés diferentes en el muy corto plazo, los mercados descontarán que han de igualarse a fecha fija, y eso se reflejará en diferenciales muy escasos en los tipos de interés a lo largo de la curva de rendimientos, incluso a plazos sólo ligeramente más largos.

En suma, no puede excluirse que todavía después de mayo de 1998 se mantengan diferenciales entre los tipos de interés de los países centrales del área del euro y los de otros países, como España, Portugal, Italia, Irlanda, etc., que actualmente tienen tipos más elevados. Estos diferenciales serían en todo caso reducidos —parece improbable que superen el medio punto— y deberían absorberse gradualmente en el período interino. Dado que esta discrepancia se explicaría sólo si los tipos de interés en Alemania no hubieran alcanzado todavía el nivel juzgado como apropiado, esta absorción se haría, al menos en parte, a través de una subida de los tipos de interés en Alemania y los países más estrechamente ligados a su política monetaria. La probabilidad de este comportamiento es, por tanto, mayor, cuanto más lentamente se produzca la recuperación económica de Alemania y Francia.

En resumen, podemos aventurar un escenario de moderado descenso de los tipos a corto españoles.

GRÁFICO 7
TIPOS NOMINALES A DIEZ AÑOS



Fuente: OCDE y Banco de España.

Cabe pensar que, en los meses de 1998 inmediatamente anteriores al examen, las ocasiones para proceder a estos recortes serán escasas, porque será entonces cuando la inflación española aumente. Tales ocasiones habrá que vincularlas a eventos que refuercen la percepción de que estas acciones se asocian a la convergencia europea. Una ocasión tal puede ser la presentación, el 25 de marzo, de los informes sobre la convergencia del IME y de la Comisión Europea que cabe esperar disipen las posibles dudas residuales sobre la composición de la UME. Otra es, por supuesto, el mes de mayo. Después de esa fecha, y dependiendo del nivel que hubieran alcanzado los tipos en Alemania en mayo, podría todavía restar algún diferencial, que se absorbería en los últimos meses de 1998.

En cuanto a los tipos de interés a largo plazo, su evolución se verá determinada por los tipos de interés alemanes, que marcarán la pauta al resto de los países miembros de la UEM. Es difícil prever cuáles serán los diferenciales prevalecientes entre el riesgo español y el alemán en la Unión Monetaria; aunque seguramente serán menores que los actuales, su margen de reducción ya que no es tan grande como para dotar al bono español de una capacidad de movimiento autónomo significativo (gráfico 7). Por tanto, cabe esperar aumentos moderados de los tipos de interés a largo, sólo algo más suaves que los que registren los bonos alemanes.

En cuanto al tipo de cambio, existe un convencimiento casi general de que los tipos de conversión al euro de las monedas nacionales que se integren en éste se determinarán a partir de las centrales del SME. Por tanto, todavía resta una leve depreciación de la peseta frente al marco, cuyo ritmo se acompañará al de la disminución de los diferenciales de tipos a corto.

En suma, 1998 se presenta como el año definitivo de la transición al euro. Este proceso determinará la evolución de los mercados financieros españoles, que ya pueden considerarse, en sus aspectos clave, como integrados en un marco general europeo. En este nuevo entorno, los condicionantes internacionales van a ser aún más poderosos. Las incertidumbres acerca de cómo los acontecimientos en Asia pueden afectar al ciclo económico norteamericano y, sobre todo, al curso de un proyecto sin precedentes como la Unión Monetaria Europea, son, en la actualidad, las incógnitas más importantes. Sin embargo, los riesgos se encuentran muy limitados por una situación macroeconómica fundamentalmente sana, tanto en Estados Unidos como en Europa y España, a la vista de los progresos realizados en el control de la inflación y de los déficit públicos.