

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL



ESPAÑA ANTE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

INTRODUCCIÓN

El implacable transcurso del tiempo nos sitúa cada vez más cerca de la proyectada y discutida puesta en marcha de la unión monetaria europea. El día 1 de enero de 1999, como fecha clave que hasta hace poco parecía tan lejana, entra plenamente en todas las perspectivas temporales, y el conocimiento de sus efectos reclama con insistencia la atención de los estudiosos. De aquí que las entidades organizadoras de las XIV Sesiones de Trabajo de Tesorería (la Caja de Ahorros de Navarra y la Fundación FIES de la CECA) consideraran la oportunidad de plantear en su reunión anual correspondiente al año 1995 un conjunto de temas que pudieran contribuir a la mayor y mejor información de sus habituales asistentes y, en general, de cuantos se interesan por la evolución de las instituciones y los problemas del mundo financiero.

El planteamiento que presidió la organización de las Sesiones de Trabajo —y que orienta este número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, en el cual, un año más, se recoge fundamentalmente el conjunto de ponencias que allí fueron expuestas y debatidas— comprende dos grandes bloques de problemas. Por una parte, la unión monetaria europea no es sino un episodio dentro de una tendencia mundial a la globalización de los mercados financieros, por lo que su correcto encuadramiento en la realidad actual debía hacerse partiendo de un planteamiento más amplio. Este fue el encargo que recibió —y cumplió con su habitual rigor y claridad— el profesor **Jaime Requeijo**, quien, en su trabajo, describe las causas de la globalización —o mundialización— de los mercados financieros, las ventajas e inconvenientes de este hecho y las consecuencias que, para el futuro, pudiera tener.

En segundo lugar, la profesora **Inmaculada Gallastegui Zulaica** aborda el tema, siempre complejo, de las relaciones entre la economía financiera y la economía real. Con frecuencia se tiene la sensación de que los fenómenos económicos reales y los financieros llevan vidas totalmente separadas. Se plantea a menudo la cuestión de por qué, si las variaciones económicas relativas a la economía productiva marcan una evolución positiva para la economía real, simultáneamente la información pro-

cedente de los mercados financieros permite un tinte marcadamente negativo. La mayor rapidez de evolución de las variables financieras y el distinto proceso de la generación de expectativas son las razones que, según los autores, pueden explicar esta aparente disociación. La conclusión del trabajo es que, si bien en muchos casos la alarma que se experimenta por esta situación no responde a causas reales, existen, sin embargo, cuestiones derivadas de la situación actual de los mercados financieros que pueden tener consecuencias importantes sobre el desarrollo de la economía real y que obligan a cambiar la perspectiva de los ciudadanos sobre algunos de los aspectos más relevantes de su comportamiento como agentes económicos.

En el tercero de los trabajos de este primer bloque se plantea, de forma concreta, el análisis de la economía española a fin de determinar en qué condiciones se encuentra para enfrentarse al duro examen que supone el cumplimiento de las condiciones de convergencia exigidas por el Tratado de Maastricht a quienes pretendan incorporarse a la unión monetaria desde el primer momento. El profesor **José Alberto Parejo Gámir**, tras examinar cuáles son las exigencias que impone el Tratado, determinar el grado de cumplimiento de éstas por parte de los distintos países miembros de la Unión Europea y tomar decidido partido en favor del acceso a la unión económica y monetaria, repasa la situación de nuestro país y describe los principales factores y desajustes estructurales de la economía española que continúan afectando negativamente a su desenvolvimiento, para aproximarse a un diagnóstico completo y acertado que le permita esbozar posteriormente la terapéutica necesaria para poder superar, si fuera posible, el «examen de Maastricht».

Por su parte, **Robert Raymond**, desde la privilegiada perspectiva que le brinda su posición de Director General del Instituto Monetario Europeo, repasa los tres aspectos más importantes del proceso de creación de la unión económica y monetaria atendiendo a sus objetivos, a las condiciones que han de cumplirse para alcanzarlos y a la forma en que debe producirse la transición a la moneda única.

La aportación de **Antonio Sánchez Soliño** abandona el terreno de la construcción teórica para adentrarse en los demás caminos de las realidades concretas. Una de las principales funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales será la definición y ejecución de la política monetaria de la Comunidad, pero también ha de ocuparse de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, ya que la adecuada transición de la política monetaria requiere unos mercados monetarios eficientes. Por ello, se ha diseñado un sistema de pagos, denominado TARGET (*Trans-European Automated Real-Time Gross-Settlement Express Transfer System*), cuyos objetivos y funcionamiento explica el autor detalladamente.

En los tres últimos trabajos que integran este número de PERSPECTIVAS se trata de dar respuesta al segundo gran bloque de problemas que las Sesiones de Trabajo abordaron: la posición relativa de las grandes monedas en el contexto del sistema monetario internacional. Para ello, se buscaron tres puntos de vista, que se entendieron complementarios: en primer lugar, **Michel Camdessus**, como máximo responsable del Fondo Monetario Internacional, nos mostrará su preocupación porque el dólar, el yen y las monedas europeas actúen como corresponsables en la consecución de la estabilidad monetaria. Una vez más, pone de manifiesto lo peligroso que, para este objetivo, puede ser concentrarse excesivamente en el régimen cambiario, con olvido de las políticas económicas subyacentes. La estabilidad cambiaria exige la corrección de los desequilibrios macroeconómicos tan pronto como sea posible para reducir el riesgo de que produzcan mayores perturbaciones en los mercados. Este prudente mensaje no debe ser desatendido, especialmente en un momento en que las perspectivas de la economía mundial no son desfavorables, pues es cuando podrá hacerse operativo con menos dificultades.

Por su parte, **Reiner König**, Director del Departamento de Economía del Bundesbank, con la autoridad que el Banco Federal Alemán ha conseguido merced a una trayectoria impecable en la lucha por

el mantenimiento de la estabilidad de precios, advierte que el «euro», la nueva moneda única europea, debe ser digno heredero del marco como buque insignia de las monedas europeas. Para ello, muestra su convencimiento de la necesidad de que se cumpla íntegramente el Tratado de Maastricht, pues la unión monetaria sólo es aconsejable entre países que hayan alcanzado un alto grado de estabilidad de precios y unas finanzas públicas saneadas.

El tercer y último punto de vista nos lo brinda, desde Norteamérica, **Scott E. Pardee**, Ex Presidente y Consejero de Yamaichi International, que resume con acierto los últimos acontecimientos que han influido sobre la situación del dólar (aludiendo a la crisis mejicana) y del yen (la grave situación que atraviesa la banca japonesa como consecuencia de la crisis inmobiliaria), terminando con una breve reflexión sobre la situación europea.

Incluimos también en este número, como es tradicional, las palabras de las autoridades que inauguraron estas Sesiones (**Juan Cruz Alli**, Vicepresidente y Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra) y que las clausuraron (**Alfredo Pastor**, a la sazón Secretario de Estado de Economía y **Javier Otano**, actual Presidente del Gobierno y de la Caja de Ahorros de Navarra). Asimismo, queremos dejar constancia del agradecimiento de los organizadores a **Fernando Spagnolo**, Presidente de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipuzkoa y San Sebastián, y a **Jorge Nieto**, Decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Pública de Navarra, quienes, en su calidad de moderadores, han contribuido al éxito de estas Sesiones.

Y queremos, por último, llamar la atención sobre el apéndice de este número, en el que hemos incluido los protocolos de naturaleza financiera del Tratado de la Unión, así como las conclusiones relevantes, a nuestros efectos, de la Cumbre de Madrid, celebrada el pasado mes de diciembre. Esperamos que estos documentos puedan resultar de utilidad en un momento en que el futuro es ya presente.

LA SITUACIÓN ECONÓMICA NAVARRA

Juan Cruz Alli Aranguren

Durante el ejercicio de 1995, la expansión económica en nuestra región continuó a buen ritmo, si bien en los últimos meses, y en línea con la evolución económica nacional e internacional, también aquí parece observarse una cierta pausa en la consecución de niveles de actividad y producción progresivamente crecientes.

A finales de 1995, a la pérdida de dinamismo que se observa en el sector de la construcción, debe añadirse una leve contención de la acusada expansión del sector industrial, que, no obstante, mantiene su protagonismo como motor del crecimiento económico regional. Por su parte, los servicios son los únicos que dan muestras de intensificar su ritmo de crecimiento, aunque, lógicamente, a un nivel inferior al de los otros sectores, dada la mayor estabilidad que acompaña siempre a la evolución de este sector. Cuantitativamente, el conjunto de estos sectores, en una estimación muy provisional todavía a falta de los datos del último trimestre, podría crecer en 1995 alrededor del 4 por 100, prácticamente un punto por encima de lo vaticinado a escala nacional.

Este positivo resultado se debe, en buena parte, al excelente comportamiento de las exportaciones navarras durante el ejercicio, que aumentaron en los siete primeros meses de 1995 un 60 por 100, con una difusión generalizada en el conjunto de los subsectores industriales, y particularmente intensa en el de material de transporte.

La intensificación de los flujos comerciales navarras con los países comunitarios, en línea con la tendencia seguida por la economía española, ha propiciado el aumento de su integración en la economía europea, de tal manera que nuestro ciclo económico está en sincronía con el de la Europa comunitaria.

Esta globalización de los mercados tiene su exponente más claro en materia financiera, donde, cada vez más, funciona un solo mercado, en el que los acontecimientos que tienen lugar en un país se transmiten y difunden rápidamente al conjunto del sistema. A lo largo de estas sesiones se profundizará en el análisis de esta globalización.

El mercado de trabajo regional, después de los excelentes resultados registrados en la primera mitad del año en cuanto a la generación de empleo se refiere, mantiene su buena evolución, aunque atemperada en los meses más recientes a la pasajera situación anteriormente descrita. Así, en los meses de agosto y octubre, el paro registrado se incrementó ligeramente con respecto a los meses anteriores, mientras que en septiembre se mantuvo prácticamente invariable. Ello ha supuesto, en términos interanuales, reducir las tasas de descenso del paro hasta el 7,5 por 100 del mes de octubre pasado.

Menos positiva, desde luego, resulta la evolución de los precios en nuestra Comunidad. En el mes de octubre de 1995, el IPC de Navarra se situó en una tasa interanual del 5,8 por 100, punto y medio más que en el ámbito nacional. Este problema, de por sí grave en España, se acentúa en nuestra región, siendo a todas luces insuficientes los avances conseguidos en los meses anteriores.

La superior situación inflacionista que aquí padecemos tiene su origen, entre otras causas, en el mayor dinamismo de la economía navarra sobre la nacional. Ahora bien, esta última circunstancia hace que la evolución de los ingresos no financieros (fundamentalmente impositivos) de la Hacienda regional esté siendo, en lo que va de año, mejor de lo esperado, con un crecimiento acumulado durante los tres primeros trimestres próximo al 23 por 100. Los gastos no financieros, por su parte, redujeron su crecimiento al 12 por 100 en el mismo período.

El programa de endeudamiento iniciado por el Gobierno de Navarra en 1992 se ha desarrollado durante el presente ejercicio por debajo, incluso, de las previsiones recogidas en el Escenario de Consolidación Presupuestaria 1993-1997. A finales de 1995, el endeudamiento neto crecerá en 23.000 millones de pesetas como consecuencia de la primera emisión de obligaciones del pasado mes de mayo. Con ello, a 31 de diciembre, la cifra global de deuda viva alcanzará un volumen de 133.000 millones de pesetas.

La progresiva reducción del déficit del Gobierno de Navarra conseguida en los últimos años va a continuar siendo un eje básico de nuestra política presupuestaria. La Administración Foral, cumpliendo el Escenario de Consolidación Presupuestaria, coadyuvará a la consecución de un déficit público del conjunto de las administraciones públicas que nos permita poder superar las condiciones de con-

vergencia establecidas en el Tratado de Maastricht y acceder a la Unión Económica y Monetaria.

La situación de este proceso de convergencia, así como el análisis de sus efectos en la operativa de los mercados, es uno de los ejes vertebradores del programa de las presentes XIV Sesiones de Trabajo de Tesorería, que me complace declarar abiertas.

LA GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: CAUSAS Y EFECTOS

Jaime Requeijo

I. INTRODUCCIÓN

En octubre de 1987, la persistente tendencia alcista de la Bolsa de Nueva York se quebró y el paroxismo se adueñó de los mercados, tanto los de contado como los de futuro. Aunque durante varios días los precios de las acciones se movieron en forma de dientes de sierra, con caídas vertiginosas y repuntes inesperados, el resultado final fue una pérdida de capitalización que, medida por el Dow Jones, vino a suponer, del 25 de agosto al 19 de noviembre, casi un tercio de su valor. Más aún, el desplome se transmitió a las principales bolsas del mundo, generando, por esa vía, multitud de efectos depresivos a escala mundial. Parece razonable pensar, sin embargo, que el cambio brusco de tendencia y el nerviosismo sin rumbo que constituyó su principal secuela, no derivaban de la marcha general de la economía norteamericana ni de ninguna de sus condiciones fundamentales y que tampoco resultaban de un acrecentamiento inesperado de la volatilidad de las cotizaciones. Eran, más bien, los mecanismos de mercado —los factores asociados a las decisiones cruzadas de los inversores en sus distintos segmentos— los que presentaban un mayor poder explicativo y los que fueron examinados con mayor minuciosidad (Greenwald y Stein, 1988).

De septiembre de 1992 a agosto de 1993, el Sistema Monetario Europeo se vio sometido a convulsiones frecuentes derivadas de ataques masivos contra una serie de monedas, convulsiones que dieron lugar, de un lado, a la salida del mecanismo de cambios de la lira y la libra y, de otro, a sucesivas devaluaciones de varias monedas, entre ellas la peseta y el escudo. El panorama cambiario sólo se aquietó cuando se produjo la decisión comunitaria de ampliar las bandas de fluctuación hasta el 15 por 100, lo que, de hecho, transformaba el mecanismo de cambios semifijos en un sistema de flotación administrada. Las tormentas monetarias, que pusieron de relieve la incapacidad de los bancos centrales para hacer frente a las decisiones del sector privado, tenían múltiples raíces, pero, en suma, se habían visto desencadenadas por la ruptura del juego

de convergencia o, dicho de otra manera, por la falta de credibilidad del Sistema a partir de junio de 1992: hasta entonces, los grandes operadores internacionales habían admitido que, en virtud de los acuerdos de Maastricht, los diferentes países de la Unión Europea se moverían por sendas convergentes, lo que reduciría, paulatinamente, el riesgo de cambio de las monedas con mayores tipos de interés; a partir del rechazo danés del mes de junio y, sobre todo, del escaso margen con que contó el referéndum francés de septiembre, las percepciones variaron, el riesgo de las monedas más débiles se hizo más patente y las ventas masivas de esas monedas, tanto por razones de cobertura como de especulación, hicieron estallar las convulsiones mencionadas (FMI, 1993; Banco de España, 1993).

Frente al continuado descenso de los tipos de interés a medio y largo plazo que había caracterizado al mundo industrial en 1993, el año 1994 fue testigo de una subida inesperada que se inició, en el segmento de deuda pública a diez años, en los meses de febrero y marzo: en los países con menor repunte, la subida se movió en el intervalo de 50-70 puntos básicos; en los de mayor, osciló entre 70 y 100 puntos básicos (FMI, 1994). Los beneficios que, en múltiples carteras, se habían registrado en 1993 se transformaron, en 1994, en cuantiosas pérdidas. Ese aumento de tipos de interés resultó tanto más inesperado cuanto que, a finales de 1993, el sentir general de los grandes inversores internacionales se movía en sentido opuesto: la debilidad de las economías europeas y el control de las tasas de inflación parecían anticipar una reducción progresiva de tipos; igual sucedía con Japón, en donde las bolsas registraban, además, tendencias bajistas; en cuanto a Estados Unidos, y pese al tirón de su economía, la reducida tasa de inflación hacía suponer que el posible incremento de intereses se llevaría a cabo lentamente. Una elevación de 25 puntos básicos, decidida por la Reserva Federal en febrero de 1994, dio la vuelta al proceso e hizo que los tipos a largo comenzaran a subir de forma generalizada. En parte, por la venta masiva de títulos con menores intereses nominales y, en parte, porque la moderada liquidez de algunos mercados de bonos eu-

ropeos deprimió, adicionalmente, sus cotizaciones y aceleró la elevación de los tipos. Curiosamente, la alteración de los mercados de bonos apenas se transmitió a los mercados de divisas, al parecer porque parte del riesgo de tipo de cambio había sido previamente cubierto por los grandes operadores internacionales y porque la elevada liquidez de esos mercados —con transacciones diarias cercanas al billón de dólares— asimiló, sin grandes vaivenes, los cambios en la composición de carteras.

La crisis mejicana de 1994, que se tradujo en varias devaluaciones del peso a finales de año y en una elevación fortísima de sus tipos de interés a corto a principios de 1995, no sólo produjo turbulencias apreciables en los mercados financieros de otros países latinoamericanos; también afectó al dólar, habida cuenta de la fuerte presencia norteamericana en la economía mejicana y, por ese conducto, a los tipos de cambio de las principales monedas: dentro del Sistema Monetario Europeo las monedas consideradas fuertes experimentaron apreciaciones notables y, por el contrario, las débiles se vieron sometidas a tensiones devaluatorias de distinta magnitud. Lo cual puso de manifiesto, en la primera parte de 1995, que el Sistema seguía siendo inestable, y que no quedaba suficientemente amparado por la ampliación de bandas decidida en 1993.

Las cuatro turbulencias descritas, ocurridas en los mercados de activos y en los de divisas, tienen, como puede observarse, raíces distintas y distintos efectos de difusión, pero todas han sido transmitidas por idéntico mecanismo: por la posibilidad de trasladar elevadas masas de capital de unos mercados a otros de forma muy rápida o, lo que es igual, por la globalización de los mercados financieros. Una globalización que se apoya en cuatro goznes: 1) la libertad de movimientos de capital imperante en los países OCDE y en parte de los mercados emergentes (OCDE, 1995a); 2) el continuo proceso de innovación financiera; 3) los reducidos costes de información y transacción que registran dichos mercados; 4) la amplitud y profundidad de los mercados secundarios. Sin esos cuatro goznes, la globalización no existiría, y sin uno cualquiera de ellos, su alcance sería notablemente menor.

Esa integración, que empezó a gestarse en los años setenta, no solamente ha borrado el tranquilo panorama financiero de los sesenta (Kaufman, 1986), sino que ha convertido a los mercados financieros, tradicionalmente los sirvientes de la actividad productiva, en los vigilantes de esa misma actividad y en los jueces de las políticas económicas nacionales. Razones todas ellas que explican el triple objetivo del presente trabajo: aclarar, de un lado, las causas por las que se ha producido la globalización; sopesar, por otro, sus ventajas e inconvenientes; enumerar, finalmente, las restricciones que de ella se derivan.

I. LAS CAUSAS

Aunque cada uno de los goznes mencionados es producto de múltiples fuerzas, existen tres factores que, con carácter general, van a desencadenar y condicionar el proceso, tres factores que surgen en los años setenta: la intercomunicación progresiva de los mercados nacionales, la liberalización de la actividad financiera y los avances de la tecnología (FMI, 1988).

Hasta los años setenta, los mercados financieros eran, predominantemente, nacionales y adaptados a las singularidades y necesidades de cada país. La ruptura del sistema de Bretton Woods, primero, y la crisis energética, después, con sus secuelas de déficit fiscales y exteriores continuados, modificarán esa situación: resultaba necesario poder trasvasar ahorro de unos a otros países de manera más amplia y eficaz, lo que requería un grado sustancialmente mayor de intercomunicación, intercomunicación que se lleva a cabo, en un primer momento, a través de los euromercados: desprovistos de la fronda de intervenciones de los mercados nacionales, los euromercados probaron su capacidad de intermediación e innovación con el reciclaje de los excedentes de petróleo y estimularon la apertura de los mercados nacionales.

Frente a la relativa estabilidad macroeconómica de los años cincuenta y sesenta, los años setenta dieron paso a situaciones bien distintas, con inestabilidad acusada de las tasas de inflación, tipos de interés y tipos de cambio. Los sistemas financieros intervenidos, característicos de la mayoría de los países OCDE, resultaban poco aptos para desempeñar su actividad fundamental, el enlace ahorro-gasto, en un entorno de incertidumbre: si la autoridad monetaria fijaba los intereses pasivos y activos que debían aplicar los intermediarios, ¿cómo podían ofrecerse al ahorro los estímulos necesarios para captarlo?; si buena parte de los recursos intermediados por las entidades de ahorro y crédito se asignaba coactivamente, ¿cómo mejorar la eficacia técnico-operativa de esos intermediarios?; si los mercados financieros operaban aisladamente —es decir, con dosis reducidas de competencia—, ¿cómo reducir su coste de transformación? De ahí la necesidad de liberalizar, progresivamente, los sistemas financieros.

El impulso fundamental del cambio vino dado, sin embargo, por el avance tecnológico. El desarrollo de la telemática es el que ha permitido transmitir, con rapidez creciente y coste menguante, todo tipo de información, potenciar los mecanismos de negociación y pago, y dar vida a múltiples productos financieros que requieren una serie de cálculos complejos. Piénsese que, en términos generales, el coste de la informática —equipos y programas— viene a ser, en la actualidad y a precios corrientes, un 60 por 100 menor que en los años setenta y un 40 por 100 menor que en los ochenta.

El efecto conjunto de mercados intercomunicados, sistemas mucho menos regulados y avances tecnológicos continuos es, naturalmente, el aumento de la competencia y, por lo tanto, la reducción de costes y márgenes de la actividad financiera, una tendencia que, con carácter general, viene también registrándose en los diferentes segmentos de actividad y una tendencia que genera efectos absolutamente dispares: de un lado, beneficia al sector real de las economías al disminuir sus cargas financieras; de otro, estimula la innovación para tratar, por parte de los intermediarios, de ganar cuotas de mercado; pero induce también a esos intermediarios a afrontar riesgos crecientes en los mercados en búsqueda de la recomposición de márgenes, lo que a veces plantea problemas graves de solvencia y de normas prudenciales.

Esas tres fuerzas y el consiguiente aumento de la competencia han sido los grandes émbolos del proceso de globalización, pero su acción hubiera tenido quizá un alcance menor si no se hubieran visto acompañadas de otros tres factores adicionales: el crecimiento e internacionalización de la inversión institucional, por una parte, el desbordamiento de la deuda pública de casi todos los países industriales, por la otra, y la disparidad de los sistemas fiscales, finalmente.

La inversión institucional fundamental (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión) del Grupo de los Cinco se movía, en 1993, alrededor de los 13 billones de dólares, unas dos veces el producto total de Estados Unidos, y de esa cantidad, unos 900.000 millones de dólares correspondían a colocaciones transfronterizas (FMI, 1995b). Ese tipo de inversión, decidida por gestores profesionales, necesita de mercados primarios y secundarios muy amplios para lograr una adecuada composición de cartera y de múltiples instrumentos de cobertura para minimizar los distintos riesgos. Ha generado, por lo tanto, impulsos continuos al proceso de globalización.

Desde mediados de los años setenta, el engraje déficit-deuda de las principales economías OCDE no ha cesado de crecer, y prueba de ello es que la deuda bruta de las administraciones públicas suponía, al término de 1994, un 69 por 100 del producto interior bruto agregado, 30 puntos más que en 1979 (OCDE, 1995b). Colocar esa masa de deuda sólo entre ahorradores nacionales resulta tarea harto difícil dada la expulsión que provoca en la inversión privada, y el resultado ha sido la internacionalización creciente de una deuda que ha condicionado, a su vez, el tamaño y la liquidez de los mercados (Group of Ten, 1993).

Cualquier sistema fiscal moderno, con impuestos personales progresivos y tipos marginales superiores al impuesto de sociedades, estimula la innovación financiera, porque los distintos intermediarios tratan de atraer el ahorro aprovechando las incon-

sistencias fiscales (Miller, 1993) para ofrecer menor carga fiscal o mayores desgravaciones. La diferencia de estructuras fiscales entre los países acelera, a su vez, el flujo de capitales en busca de la mayor rentabilidad financiero-fiscal, y lo acelera tanto más cuanto que la inversión institucional es predominante y efectiva, continuamente, arbitrajes fiscales.

Tales son las causas que han dado vida a la globalización de los mercados financieros, causas que, al interrelacionarse, han acelerado esa interconexión: el desbordamiento de la inversión institucional no hubiese alcanzado los niveles actuales si el proceso de innovación financiera no hubiese ampliado enormemente la gama de productos, permitiendo así tanto la recomposición de carteras a escala mundial como la cobertura de los riesgos asociados; pero, a su vez, esa recomposición de carteras ha dilatado los mercados secundarios de títulos valores e intensificado los procesos de arbitraje.

II. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA GLOBALIZACIÓN

Son cuatro las ventajas que la globalización entraña: 1) impulsar el comercio y la inversión internacionales; 2) hacer que la inversión dependa menos del ahorro nacional; 3) facilitar la gestión de carteras; 4) ampliar la cobertura de riesgos.

En el período 1984-1994, la relación entre el crecimiento del comercio mundial y el de la producción ha sido 2,8, coeficiente nunca alcanzado desde el término de la segunda guerra mundial (OMC, 1995), y situación que parece repetirse en el caso del comercio de servicios. Ciertamente que esa explosión comercial puede ser explicada por múltiples causas: por el auge del comercio intraindustrial, por la deslocalización de la producción, por el impulso de las economías muy abiertas, por la acción de los nuevos países industriales y, en general, por la reducción de trabas a los intercambios y el efecto del desarrollo tecnológico (Krugman, 1995); pero no resulta menos cierto que los servicios financieros ofrecidos por unos mercados globalizados suponen estímulos de alcance tanto para dilatar algunas de las causas mencionadas como para facilitar, en general, los intercambios. Para deslocalizar la producción, en busca de menores costes, es preciso contar con mecanismos de financiación y pagos de carácter global; los beneficios derivados del comercio se amplifican con mercados financieros globalizados.

El impacto de la globalización ha sido mucho mayor en el caso de la inversión internacional, especialmente de la inversión de cartera: las transacciones transfronterizas de valores de la mayoría de los países industriales pasaron de menos del 10 por 100 del PIB en 1980 a cifras muy superiores al 100

por 100 en 1992 (FMI, 1995a). Lo cual no tiene nada de extraño porque el control de cambios en el mundo industrializado había desaparecido casi por completo, para operaciones corrientes, a mediados de los setenta, pero se mantuvo, para operaciones de capital, hasta principios de los noventa.

Todavía se observa en el mundo desarrollado una correlación entre las tasas de ahorro e inversión internas que, aunque decreciente, pone de manifiesto que la integración de los mercados financieros no ha roto el vínculo entre esas dos variables (Banco de España, 1995). Probablemente, las incertidumbres asociadas al riesgo de cambio, la complejidad que puede revestir la apelación a los mercados internacionales de capital y el debilitamiento de los niveles de ahorro mundiales retrasan la desvinculación, pero ese retraso no modifica la ventaja adicional que supone, para cualquier inversor, la existencia de mercados financieros integrados. Y buena prueba de ello es que muchas empresas, sobre todo de gran tamaño, basan su estrategia inversora en el ahorro externo. Como ponen de manifiesto las cifras alcanzadas por el mercado de eurobonos —deuda a medio y largo plazo que se coloca, por lo menos, en dos mercados distintos—, con un *stock* cercano a los dos billones de dólares a finales de 1993 (BIS, 1994) y en el que juegan un importante papel empresas de muy diversa índole.

La gestión de carteras supone, siempre, la búsqueda de combinaciones riesgo-rentabilidad que resulten aceptables para el inversor. Cuando parte de la cartera está compuesta por títulos denominados en moneda distinta a la del país de origen de ese inversor, el riesgo de cambio debe añadirse a los de mercado y tipo de interés. La globalización de los mercados financieros permite, por una parte, afectar los recursos a escala mundial, lo cual aumenta la eficacia asignadora, y por la otra, modificar rápidamente la composición de carteras tan pronto como, a juicio del inversor, el riesgo de una parte de ellas resulte excesivo. Pero los riesgos pueden ser eliminados por dos vías: modificando la composición de la cartera o efectuando operaciones de cobertura. En este segundo campo, la globalización de los mercados ha sido condición imprescindible para dar vida a las múltiples coberturas que hoy pueden utilizarse y que, en gran parte, se engloban bajo el título genérico de derivados; es decir, de contratos ligados a activos ya existentes o subyacentes. Por medio de *swaps*, futuros y opciones, o de contratos ligados a los derivados fundamentales, es posible cubrir riesgos de muy variada naturaleza: variaciones de precios, en general, sean de las cotizaciones de determinados activos, de los tipos de interés o de tipos de cambio. Pero, y dado que en los contratos operan dos partes, los derivados suelen ampararse, a su vez, en operaciones de signo inverso cerradas en mercados distintos: quien apuesta por la depreciación de una divisa suele compensar el riesgo en que incurre con una operación contraria

que le permita minimizar su pérdida si sus expectativas no se cumplen. Y todo ese entramado de transacciones cruzadas, que permite que los riesgos se distribuyan a escala mundial, no hubiera podido alcanzar la dimensión que hoy presenta si los mercados no estuviesen ampliamente integrados, porque la fragmentación impediría los entrecruzamientos. Tomando en cuenta las operaciones realizadas en mercados organizados (bolsas) y las que se efectúan en los no organizados (*Over The Counter*, OTC), el principal nocional de los derivados fundamentales se aproximaba, a finales de 1994, a los veinte billones de dólares, unas tres veces el producto total de Estados Unidos. Una magnitud de extremada importancia si se tiene en cuenta que, a mediados de los años ochenta, la cifra correspondiente apenas superaba los dos billones de dólares (FMI, 1995b).

El proceso de globalización plantea también una serie de inconvenientes, de entre los que cabe destacar el incremento de las presiones especulativas, la volatilidad de los mercados, la mucha menor autonomía de las políticas monetarias y el aumento del riesgo sistémico.

Especular significa, en términos generales, aceptar riesgos con el único objetivo de obtener beneficios. Si el especulador prevé que la cotización de una acción será más elevada en una fecha futura, adquirirá ahora el activo para venderlo en el momento previsto; si considera que una moneda va a debilitarse, la venderá para recomprarla tan pronto como la depreciación haya tenido lugar. Por lo general, los movimientos especulativos son movimientos a corto plazo, porque los datos de medio y largo plazo son, por definición, menos fiables que los de corto y porque los especuladores suelen operar con apalancamiento elevado, lo que hace mucho menos rentables y más arriesgadas las posiciones abiertas. Los movimientos especulativos han existido siempre, pero la globalización de los mercados los ha magnificado sustancialmente. En primer lugar, porque ha dilatado el número de operaciones con las que puede especularse: piénsese, por ejemplo, en la enorme presión especulativa que soportan los mercados de derivados. En segundo lugar, porque el número de especuladores ha aumentado al facilitarse enormemente la entrada a los mercados: si es posible, desde cualquier país OCDE, comprar o vender acciones en cualquier Bolsa del mundo, y si las operaciones pueden formalizarse y liquidarse con mucha mayor rapidez, las decisiones de carácter especulativo no se adoptarán, solamente, por inversores institucionales, grandes bancos o grandes empresas, sino que emanarán también de muchas otras empresas de menor tamaño y de buen número de particulares; la plena convertibilidad de las monedas, que permite a los residentes mantener sus saldos en cualquier divisa, hace que las presiones especulativas en los mercados cambiarios se hagan más intensas porque eleva sustancialmente

el número de posibles operadores. En tercer lugar, porque, en ese contexto de mercados ampliados y operadores más numerosos, los grandes especuladores encuentran el mejor caldo de cultivo para forzar el mercado: si se vende una determinada acción al contado porque se ha pactado una venta de futuro que garantiza mayor beneficio cuanto mayor sea la diferencia, en esa fecha, entre ese precio de futuro y el contado del momento, la caída inicial de la cotización transmitirá, a los tenedores de esas acciones, una señal de debilidad que precipitará las ventas y facilitará la especulación; las ventas masivas de divisas, características de las tormentas cambiarias, se producen, en parte, porque las decisiones especulativas tienen un efecto de arrastre que acentúa la caída y facilita la obtención de beneficios especulativos.

Resulta muy complicado, en la actualidad, delimitar lo que son operaciones de cobertura de las que se efectúan puramente por razones especulativas, dada la importancia de la inversión institucional, y las múltiples y variadas coberturas que la gestión de esos patrimonios entraña, pero el volumen de transacciones que se genera en los diferentes mercados en los momentos críticos —en los de divisas, el número de operaciones se suele doblar— pone de manifiesto la importancia creciente de esos movimientos, movimientos que provocan beneficios y pérdidas de enorme amplitud y amplia repercusión en las economías.

La volatilidad de los mercados, de activos o de divisas, supone movimientos inesperados de los precios correspondientes. Durante la crisis bursátil de 1987, la cotización de muchas acciones de empresas rentables cayó, arrastrada por el vértigo general, sin que se hubieran producido cambios sustanciales en el comportamiento de las empresas; en el temporal cambiario de los años 1992-1993, el franco perdió valor y hubo de ser continuamente apuntalado por los gobiernos francés y alemán, sin que en la economía francesa se dieran razones que explicaran el proceso; los intereses de la deuda de los principales países industriales subieron, en 1994, por contagio, sin que los niveles de inflación provocaran el movimiento; las turbulencias de principios de 1995 en los mercados de divisas derivaban, muy en especial, de la huida del dólar —provocada por la crisis mejicana— y no de alteraciones fundamentales en las tasas relativas de inflación.

Aun dando por sentado que los precios fluctúan, condición esencial del devenir económico, la volatilidad actual de los mercados financieros plantea problemas adicionales de envergadura. Los tirones inesperados de los precios de los activos desencadenan, a través de los efectos riqueza, recalentamientos de las economías que obligan a cambios, también inesperados, de la política económica; las crisis bursátiles recortan los beneficios de la mayoría de las empresas, obligadas a dotar las minusvalías correspondientes y, por la vía contraria del

efecto riqueza, deprimen el consumo y la inversión. La apreciación inesperada de una moneda provocará una desalineación cambiaria que, por temporal que resulte, recortará la capacidad de competencia del conjunto de la economía; su depreciación súbita acarreará no sólo pérdidas patrimoniales también inesperadas, sino un aumento rápido de las tasas de inflación.

Y la volatilidad presenta una estrecha relación con la globalización. Por razones varias. Porque el gran volumen de transacciones, con notable ingrediente especulativo, que la globalización permite hace mucho más inestables los precios y mucho más dependientes de percepciones valorativas que de la evolución de las economías. Porque, en ese contexto, se producen muchas más burbujas, entendiendo por tal el hecho de que los precios suban simplemente porque los operadores creen que van a subir: no se olvide que en los mercados financieros el instinto de rebaño es bastante acentuado. Porque, por idénticas razones, también se dan muchos más pinchazos de burbuja —la percepción de los operadores se invierte y el efecto de arrastre magnifica la caída— con efectos reales de gran alcance. Porque, al estar enlazados los mercados, el contagio es muy rápido: los movimientos de las principales bolsas se transmiten a las demás con rapidez (Eun y Shim, 1989); los mercados de divisas, que son básicamente interbancarios, fluctúan al unísono.

Las economías industriales aplican, en la actualidad, políticas monetarias encaminadas a lograr el doble objetivo de estabilizar los precios y el tipo de cambio. Dos objetivos claramente enlazados, porque la inestabilidad de precios se reflejará, con prontitud, en el tipo de cambio y porque las variaciones de este último no sólo incidirán sobre el ritmo de crecimiento de precios, sino, además, sobre las expectativas de inflación de los agentes económicos.

La variable intermedia, a través de la cual se persigue ese doble objetivo, es la liquidez global de la economía, dado que se acepta que la mayor o menor liquidez determinará el gasto nominal total, y éste, a su vez, la tasa de inflación. Las variables instrumentales preferidas suelen ser las reservas obligatorias de los intermediarios financieros en el banco central (los activos de caja, en la terminología española) o los tipos de interés a corto plazo. La importancia de los mercados monetarios, el grado de apertura de la economía correspondiente y la velocidad de transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos activos y pasivos de los intermediarios son razones que llevarán a cada autoridad monetaria a preferir una u otra vía (Instituto Monetario Europeo, 1995; Sanz y Val, 1993).

Si la instrumentación se realiza a través de las reservas, el banco central tendrá que modularlas de forma que compense, adecuadamente, los movi-

mientos de los factores autónomos de creación de liquidez: sector público y sector exterior. Y lo hará inyectando o drenando liquidez mediante operaciones de mercado abierto con los principales intermediarios financieros. Si la instrumentación se efectúa por medio de los tipos de interés a corto plazo, el banco emisor abaratará o encarecerá sus préstamos al resto del sistema crediticio por conducto de los préstamos de regulación monetaria y de las operaciones de mercado abierto. En los dos casos, las políticas monetarias nacionales se ven crecientemente condicionadas por la integración de los mercados financieros.

La intensidad de los movimientos de capital a corto plazo, por razones de rentabilidad, precaución o especulación, complicará extremadamente la política monetaria apoyada en el control de reservas, porque hará poco previsible los movimientos del sector exterior, amén de que tales movimientos afectarán a la estabilidad del tipo de cambio. Movimientos, por otro lado, que se producen, en múltiples ocasiones, por la huida masiva de una o varias monedas. E igual sucederá con la fijación de tipos de interés a corto: si los niveles deseados no se acomodan a las percepciones de los grandes operadores internacionales, la entrada o salida de capitales correspondiente hará muy difícil regular la liquidez y mantener el tipo de cambio; obligará, casi siempre, a una pronta rectificación.

En suma, la globalización de los mercados financieros ha recortado sustancialmente la autonomía de las políticas monetarias nacionales (Alejano y Peñalosa, 1995). Es más, ha hecho aún más patente el denominado teorema de la imposibilidad (Crockett, 1993): no es posible compatibilizar durante largo tiempo la libertad de movimientos de capital, los tipos de cambio estables y la política monetaria independiente.

Entendemos por riesgo sistémico, en lo que a los mercados financieros se refiere, la posibilidad de que la crisis de uno o varios intermediarios, o de un segmento de mercado, o de determinados circuitos financieros, se extienda, de forma generalizada, a otros intermediarios, segmentos de mercado o circuitos, un contagio que puede dar lugar a que los sistemas financieros nacionales, o el internacional en su conjunto, se vean imposibilitados para cumplir con alguna de sus tres funciones básicas: facilitar créditos, canalizar pagos y valorar activos financieros.

La integración de los mercados financieros ha potenciado las operaciones interbancarias y facilitado la asunción de riesgos de múltiples intermediarios. Por lo tanto, la crisis de un intermediario cualquiera puede transmitirse, con facilidad y rapidez, a otros intermediarios y generar un problema sistémico. Y tanto más cuanto que las operaciones «fuera de balance» han adquirido un volumen inusitado, precisamente las actividades menos sujetas a normas pru-

denciales. Sobre todo en el caso de los derivados negociados en mercados no organizados (OTC): a finales de 1992, el principal notional de los *swaps* de interés, no incluidos en balance, de los siete mayores bancos norteamericanos alcanzaba la cifra de 1,7 billones de dólares, cifra que casi duplicaba la de su balance agregado (FMI, 1995b).

No ha habido, hasta el momento, ninguna generalización de crisis singulares; es decir, el riesgo sistémico no ha conducido a una crisis sistémica. Por dos razones básicas: porque los bancos centrales han amparado las situaciones extremas y buscado soluciones dentro de su ámbito de competencia y porque, en ocasiones, los presupuestos se han utilizado como amortiguadores de la crisis. Pero la no aparición de crisis sistémicas no debe hacer olvidar que el riesgo existe y se acentúa, puesto que la capilaridad de los mercados se hace cada vez más intensa y más voluminosa la actividad especulativa de los intermediarios.

III. HACIA EL FUTURO

Salvo circunstancias excepcionales, de ámbito mundial, es de suponer que la integración financiera se acentuará en el próximo futuro, porque algunas de las causas que la han precipitado, y algunos de los goznes sobre los que gira, seguirán ejerciendo su influencia: la inversión institucional se acrecentará al debilitarse los sistemas de protección social y fomentarse los mecanismos de protección privada; la innovación financiera será aún más rápida al compás de los avances de la telemática y, por idéntica causa, los costes de información y transacción continuarán reduciéndose (Mussa y Goldstein, 1993), lo que significa que el mundo, o por lo menos el mundo OCDE, se enfrentará a restricciones cada vez más limitadoras de las políticas económicas nacionales.

A una de esas restricciones, la que concierne a la política monetaria, nos acabamos de referir; una restricción que se hará aún más patente con mercados más integrados, y que obligará a los responsables nacionales de su diseño e instrumentación a evitar las decisiones tomadas contra el viento: no será posible mantener, durante un tiempo adecuado, la estabilidad de la moneda y del tipo de cambio si los mercados no cohesionan el tipo de interés decidido por la autoridad monetaria.

Pero no sólo la política monetaria chocará con la restricción; también la política fiscal, la más nacional de las macropolíticas, quedará condicionada por el juicio de los mercados financieros. Desde dos ángulos. La incipiente desnacionalización del ahorro que hoy se observa, por razones financiero-fiscales, tenderá a agudizarse, en el futuro, al acelerarse y simplificarse el cambio en la composición de carteras, lo cual restará margen de maniobra a la previ-

sión presupuestaria de ingresos. Aunque, en teoría, siempre es posible financiar cualquier déficit fiscal, elevando los intereses de la deuda, los países más endeudados verán crecer las primas de riesgo y, por lo tanto, la explosividad de la deuda, al tener que colocar porcentajes crecientes de ésta en los mercados internacionales; amén de que las inconsistencias que se derivan de la conjunción de políticas monetarias restrictivas y políticas fiscales expansivas, y que se traducen por una estructura de tipos de interés que provoca desalineaciones del tipo de cambio y frena la capacidad de crecimiento, resultarán aún más visibles. En apariencia, y en experiencia, el gasto público tiene un componente inercial que lo dilata permanentemente, pero ello no impide que los costes de oportunidad que tal dilatación acarrea resulten cada vez menos soportables; unos costes de oportunidad que, en los próximos años, se magnificarán, a través de los mercados internacionales, al anticiparse, por parte de los grandes operadores, las consecuencias de la no consolidación fiscal.

En suma, lo que a nuestro entender suponen las restricciones impuestas por la existencia de mercados financieros globalizados, va a plasmarse en un enjuiciamiento casi continuo de las políticas económicas y en un castigo más rápido y contundente de los errores. Es posible que, durante un cierto tiempo, los choques financieros no tomen cuerpo pese a las políticas económicas inadecuadas prevaletientes en varios países; así ocurrió durante el período en que se aceptó el juego de convergencia. Pero esos períodos serán cada vez más cortos porque los grandes operadores internacionales, los que determinan el comportamiento de los mercados financieros, dispondrán de menos tiempo para corregir sus posiciones en busca de combinaciones de rentabilidad-riesgo más adecuadas y porque los efectos de arrastre de sus decisiones se harán sentir con mayor prontitud.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALEJANO, A., y PEÑALOSA, J. M. (1995), «La integración financiera de la economía española: efectos sobre los mercados financieros y la política monetaria», Banco de España, *Documento de Trabajo*, núm. 9525.

- BANCO DE ESPAÑA (1993), «La crisis del Sistema Monetario Europeo», *Boletín Económico*, enero.
- (1995), *Informe anual 1994*, Madrid, recuadro II.2.
- BIS (1994), *64th Annual Report*, pág. 108.
- CROCKETT, A. (1993), «Monetary policy implications in increased capital flows», en *Changing capital markets: implications for monetary policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- EUN, CH., y SHIM, S. (1989), «International transmission of stock market movements», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, junio.
- FMI (1988), *International capital markets*, «Developments and prospects», enero, cap. III.
- (1993), *International capital markets*, «Part I. Exchange rate management and international capital flows», MORRIS GOLDSTEIN *et al.*, abril. En los anexos IV y V se analizan las razones de la crisis del SME en 1992-1993.
- (1994), *International capital markets*, septiembre. En su parte II se ofrece una explicación detallada de la crisis de la deuda.
- (1995a), *Perspectivas de la economía mundial*, mayo, recuadro 12.
- (1995b), *International capital markets*, «Developments, prospects and policy issues», agosto, apartados II y III.
- GREENWALD, B., y STEIN, J. (1988), «The Task Force report: the reasoning behind the recommendations», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, núm. 3. Los valores del Dow Jones figuran en ese trabajo.
- GROUP OF TEN (1993), *International capital movements and foreign exchange markets*, pág. 99.
- INSTITUTO MONETARIO EUROPEO (1995), *Informe anual 1994*, recuadro 2.
- KAUFMAN, H. (1986), *Interest rates, the markets and the new financial world*, Tauris & Co., Londres, cap. 1.
- KRUGMAN, P. (1995), «Growing world trade: Causes and consequences», *Brookings Papers on Economic Activity*, I.
- MILLER, M. (1993), *Financial innovations and market volatility*, Blackwell, Cambridge, parte II.
- MUSSA, M., y GOLDSTEIN, M. (1993), «The integration of world capital markets», en *Changing capital markets: implications for monetary policy*, The Federal Reserve Bank of Kansas City.
- OCDE (1995a), *Code of liberalisation of capital movements*, París. Para comprobar el alcance de la libertad de movimientos de capital.
- (1995b), *Economic Outlook*, diciembre, cuadro 34 del anexo.
- OMC (1995), *Informe anual*.
- SANZ, B., y VAL, M. (1993), «Las técnicas de instrumentación monetaria en España», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo.

RELACIONES ENTRE ECONOMÍA FINANCIERA Y ECONOMÍA REAL. ALGUNAS REFLEXIONES

Inmaculada Gallastegui Zulaica

INTRODUCCIÓN

La posición que se adopta en este trabajo es la que corresponde a alguien interesado profesional y personalmente en la economía y que, sin embargo, no posea conocimientos técnicos detallados sobre el funcionamiento de los mercados financieros. Desde esta perspectiva, la cuestión de la evolución de la economía financiera y su correspondencia con la economía real es una de las cuestiones ante las que se experimenta cierta desazón. Esa es la razón por la que se realiza esta reflexión, en la que se trata de poner en orden los elementos informativos existentes y de buscar las implicaciones que ofrecen.

Tras este preámbulo podemos comenzar señalando lo que todos sabemos: que la economía tiene distintos aspectos y que la relación entre la economía financiera y la economía real se produce porque la primera se ocupa de proporcionar los instrumentos precisos para lograr un buen desarrollo de la actividad económica, en particular instrumentos que facilitan el intercambio de mercancías y la financiación de la actividad económica. Ello pone de manifiesto el carácter «instrumental» que la economía financiera presenta respecto de la economía real.

Tomando esto como punto de partida, se va a tratar de responder a las siguientes preguntas: ¿Existe realmente disociación en estos momentos entre la economía financiera y la economía real? ¿Cuáles son las causas de la disociación, aparente o real, que observamos? ¿Cuáles son las consecuencias que de las relaciones entre ambas facetas de la economía se derivan?

La estructura del trabajo es la siguiente: en el apartado I, se trata de la existencia o no de disociación entre economía financiera y economía real. En el II, se realiza un recorrido sobre los antecedentes inmediatos y la situación actual de las relaciones entre ambos aspectos de la economía. En el III, se analizan algunas características de la situación actual de los mercados financieros. El apartado IV se dedica a examinar la cuestión de la formación de expectativas. Por último, el V se centra en el análisis

de algunas consecuencias que la situación actual de los mercados financieros presenta para la evolución de la economía real.

I. PERCEPCIÓN ACTUAL DE LA RELACIÓN ENTRE ECONOMÍA FINANCIERA Y ECONOMÍA REAL

La primera pregunta que puede hacerse es si existe o no disociación en estos momentos entre la economía financiera y la economía real.

Si lo que denominamos con estos dos calificativos no son más que diferentes aspectos de una única actividad económica global, a la pregunta de si ambas pueden seguir evoluciones diferentes, la respuesta obligada es negativa. No obstante, en ocasiones las apariencias indican lo contrario.

Considerando en primer lugar las apariencias, puede decirse que nos encontramos actualmente en una de esas ocasiones en las que la percepción de los agentes es la de la existencia de disociación y desajuste entre ambas. La percepción creo que es bastante clara en nuestro país y las opiniones que con cierta regularidad aparecen en los medios de comunicación así lo avalan. Es frecuente, en los últimos meses, leer y oír opiniones en este sentido, que en sustancia se preguntan por qué, si las variables económicas relativas a la economía productiva marcan una evolución positiva para la economía española, simultáneamente la información procedente de los mercados financieros presenta un tinte marcadamente negativo: baja la bolsa, el tipo de cambio de la peseta se encuentra sometido a constantes vaivenes, etc. Realmente, choca comprobar que uno puede leer hoy que los resultados de las empresas son muy positivos y mañana enterarse de que la bolsa de valores está desanimada, se contrata poco y los índices bajan.

Aparentemente, por tanto, sí existe disociación, a pesar de que hemos respondido antes en contra de esta posibilidad. Pueden citarse por lo menos dos razones para que esta apariencia se produzca.

1) En primer lugar, una razón que, aunque ob-

via, no conviene olvidar. La evolución de las variables financieras es, por su propia naturaleza, más rápida que la de las variables reales. Estas últimas presentan una importante inercia que hace que su valor en sucesivas mediciones cambie lentamente. Por ello, en general nos preocupa la evolución de su tendencia, ya que son sus puntos de giro los que realmente interesan. Por tanto, valores relativamente estables de las variables reales junto con valores muy cambiantes de las variables monetarias o financieras son observaciones habituales.

2) Una segunda razón es que las expectativas que se generan en ambos aspectos de la economía, aun respondiendo a las mismas variables básicas, pueden no seguir el mismo proceso en su generación. Las expectativas de los productores o consumidores sobre variables reales responden, en primer lugar, a la evolución de variables tales como cartera de pedidos, utilización de la capacidad productiva, precios de los productos industriales y materias primas, situación en el mercado de trabajo, etc. En el sector financiero, por el contrario, las expectativas responden de inmediato a variables monetarias como tipos de interés, rentabilidad de los activos, etc. Todas estas variables se interrelacionan entre sí y, a medio plazo, la percepción de cada uno de los sectores resumirá la información de todas ellas. En el muy corto plazo, sin embargo, las expectativas del sector real y del financiero pueden diferir.

Las dos razones señaladas, por tanto, pueden ayudar a explicar el desajuste aparente entre economía financiera y economía real, indicando que la disociación es más una cuestión de cómo se percibe la trayectoria de cada una de esas facetas de la economía que de desajustes importantes entre ambas.

Por tanto, la respuesta a la primera pregunta podría ser que se percibe una disociación, pero que dicha percepción puede ser simplemente superficial, provocada por la distinta naturaleza de las variables financieras y reales.

Lo anterior, sin embargo, no se refiere sino a la superficie de la cuestión que nos interesa. Para realizar un análisis más profundo, deberíamos preguntarnos cuáles son los elementos que recogen lo sustancial de las relaciones entre ambas facetas de la economía.

II. ANTECEDENTES INMEDIATOS DE LA RELACIÓN ACTUAL ENTRE ECONOMÍA FINANCIERA Y ECONOMÍA REAL

1. Algunas características de la evolución económica reciente

A) La primera característica a destacar en la evolución económica es la globalización de la eco-

nomía a que se ha venido asistiendo en las últimas décadas. En estos momentos, puede decirse que existen intercambios multilaterales de bienes entre todos los países, tanto los que pertenecen al mundo desarrollado como al subdesarrollado, en una magnitud que era totalmente impensable hace pocos años. De una manera gráfica, estamos llegando a una situación en la que el turista que se dirige a un país diferente al suyo propio encuentra cada vez menos diferencia entre los lugares que visita y su lugar de origen. Ciertamente, se mantienen importantes diferencias, pero, cada vez más, éstas afectan primordialmente a los elementos más duraderos de cualquier civilización (edificios, grandes construcciones, etc.), mientras que el modo de vida va haciéndose también más estándar en todo el mundo. Y, por lo que respecta a los bienes que pueden adquirirse, no hay más que pasearse por las grandes ciudades del continente europeo para comprobar hasta qué punto en todas ellas se ofrecen exactamente los mismos productos al consumidor. Y aunque esto deja de ser cierto a medida que nos alejamos de los países de industrialización más antigua, sigue siendo verdad que ha tenido lugar una uniformización muy importante en los modos de vida y los estándares de consumo mundiales. Todo esto que describo tiene su origen, en su mayor parte, en el enorme incremento experimentado por el comercio mundial. Desde el punto de vista del intercambio, por tanto, la economía se ha globalizado de tal manera que puede hablarse de mundialización sin incurrir en grandes exageraciones.

B) En segundo lugar, encontramos que este fuerte crecimiento del intercambio ha producido, a su vez, en los países más industrializados el fenómeno de la deslocalización de la producción, particularmente en aquellos sectores productivos más intensivos en mano de obra. En efecto, la eliminación de barreras a los intercambios de mercancías no impide que sigan existiendo diferencias importantes entre los distintos países. De entre éstas, pueden destacarse dos cuya importancia a este respecto es primordial. En primer lugar, la localización geográfica del país, que determina la distancia entre los distintos mercados de productos y, en consecuencia, el coste de transporte de éstos. Y, por otro lado, diversos factores relacionados con la mano de obra, de entre los que destaca el nivel de salarios. La existencia de diferencias en estos aspectos incide en la localización de las empresas productivas en función de sus productos y mercados, lo que da origen al proceso de «deslocalización» de las actividades productivas, realizándose éstas en lugares distintos a aquel al que pertenece la empresa.

C) Esta evolución de la economía productiva, relacionada con el intercambio y la producción de bienes, trae como consecuencia la existencia de un importante volumen de transferencias entre diferentes países, lo que a su vez introduce cambios en la

economía financiera. En efecto, la intensificación de estas transferencias ha exigido el desarrollo de instrumentos financieros que permitan a los agentes, además de financiar sus actividades en cualquier parte del mundo, cubrirse de los riesgos inherentes al comercio mundial. El desarrollo de los mercados financieros, por tanto, ha venido provocado por las necesidades de la economía real y es por ello consecuente con su carácter instrumental para la evolución económica.

En nuestro país, la evolución mencionada ha estado fundamentalmente ligada a nuestra adhesión a la Comunidad Europea y, más recientemente, a la construcción del mercado único y el sistema monetario europeo. Las referencias habituales para nosotros pasan, por tanto, por nuestra inclusión en Europa y creo que el español medio vive todo este proceso como originado en esta causa. Las directivas europeas, el Tratado de Maastricht, los criterios de convergencia, la posibilidad de que el sistema monetario europeo entre en vigor en la fecha prevista, la existencia o no de una Europa de dos velocidades son los puntos de referencia que han marcado la evolución económica en los últimos años, tanto en su faceta real como en la financiera, y es alrededor de ellos como se percibe el importante cambio experimentado en la posición exterior de la economía española y todas las consecuencias que de ella se derivan. Es evidente que tales son las ordenadas para nuestro país, pero ello no debe ocultar que la evolución global de Europa se inscribe, a su vez, en la tendencia antes descrita de mundialización de la economía y que, en consecuencia, el origen de los cambios es más general de lo que la referencia a nuestra adhesión a la Unión Europea parece sugerir.

2. Algunas características de la evolución de los mercados financieros

Si, de acuerdo con lo establecido en el punto anterior, el desarrollo de los mercados financieros ha sido consecuencia de las necesidades de la economía real, su situación actual no hubiera sido posible sin la existencia de algunos factores que merecen destacarse.

A) Uno de ellos, fundamental, ha sido el rápido y extraordinario desarrollo de las comunicaciones. Este desarrollo, que ha afectado no sólo a la economía, sino a todas las manifestaciones de la vida, ha tenido una incidencia radical en los mercados financieros. En efecto, el traslado de personas y mercancías de un lugar a otro del mundo puede llevarse a cabo en estos momentos con una rapidez y comodidad inimaginables hace treinta o cuarenta años. Y, sin embargo, el tiempo necesario para ello resulta muy largo en comparación con el preciso para llevar a cabo transacciones financieras, que se ha reducido hasta casi desaparecer. Hoy es posible,

para los participantes en estos mercados, realizar operaciones en cualquier lugar del mundo de manera casi instantánea y no puede negarse que, como consecuencia de las posibilidades de comunicación que mencionamos, los mercados financieros se han vuelto mucho más ágiles que los mercados de otros bienes.

B) Otro de los aspectos nuevos e importantes a mencionar es el de la accesibilidad de los mercados financieros para agentes que antes no se veían directamente implicados en ellos. De entre éstos, puede destacarse la aparición de grandes masas de dinero que, a diferencia de los grandes capitales de antaño, no pertenecen a un grupo reducido de personas, sino a grandes conjuntos de pequeños y medianos ahorradores. Los recursos correspondientes a los fondos de inversión tienen un peso importante en la actual configuración de los mercados financieros. Es importante notar que dichos recursos se mueven bajo la dirección de unas pocas personas, sus gestores, mientras que la rentabilidad que pueda obtenerse para ellos afecta a multitud de agentes económicos, los inversores.

El hecho señalable es que un número importante de agentes económicos, personas individuales o familias, hace diez años se sentían satisfechos con obtener una rentabilidad fija en una imposición a plazo en la entidad financiera con la que habían trabajado toda su vida, mientras que en estos momentos, debido a que han depositado sus recursos en un fondo de inversión, se sienten alcanzados por las oscilaciones que las bolsas de valores o los mercados de divisas experimenten. La percepción generalizada de que lo que afecta a los mercados financieros puede afectar a cualquier ciudadano es, creo, muy reciente y su origen está probablemente en la existencia de los fondos de inversión en su forma actual.

Esto, por una parte, explica por qué la percepción sobre los desajustes entre economía real y economía financiera se ha generalizado (muchos agentes económicos se ven ahora alcanzados por los resultados obtenidos en los mercados financieros), y por otra, permite introducir otro aspecto característico de la situación actual, que es el del gran volumen de información económica de que se dispone.

C) La proliferación de información económica correspondiente a cualquier lugar del mundo y, en particular, a los países con mayor peso en la economía mundial, que observamos en todos los medios de comunicación en los últimos tiempos, está probablemente originada en esta percepción de que cualquier lector de periódico u oyente de radio o televisión puede estar interesado en ella. Seguramente, es un cambio sociológico de primer orden el que se manifiesta con la comprobación de que la información económica está presente de manera regular en cualquier medio informativo no especializado. Cualquier lector de periódicos mínimamente

interesado puede conocer puntualmente la evolución trimestral del PIB y de los precios de la economía estadounidense, o la magnitud en que ha crecido o decrecido el superávit comercial japonés, por no hablar de los tipos de interés que rigen en los más importantes mercados. De la misma manera, el Bundesbank o el Federal Reserve Board han pasado a ser instituciones familiares para cualquier español con un mínimo interés en la economía.

Todos los aspectos analizados hasta aquí contribuyen, sin duda, a la nueva percepción sobre los efectos que la economía financiera puede tener sobre la economía real; sin embargo, no existe a este nivel causa importante de preocupación sobre una disociación que probablemente es inexistente, a pesar de que se perciba como tal, salvo en períodos de tiempo cortos y que tendría su origen en las cuestiones ya mencionadas de mayor rapidez en el cambio y mayor volatilidad en las variables financieras que en las reales, así como en la existencia de desfases en la evolución cíclica de las distintas economías mundiales.

D) Por último, un elemento a destacar en la evolución de la economía financiera es, sin duda, la liberalización de los movimientos de capitales que se ha producido, en los últimos años, en buena parte de los países. La incidencia que los elementos anteriormente citados alcanzan, tanto en la percepción de los agentes económicos como en la realidad de su actuación, no podría entenderse sin añadir el hecho de que los capitales pueden moverse de un lugar a otro del mundo no sólo con una gran rapidez, sino además sin que existan en muchos casos trabas legales o administrativas que lo dificulten. Este es, a mi juicio, un elemento central para analizar la situación actual y que, por los efectos que puede producir, debe merecer una atención mayor que los aspectos que hasta ahora se han destacado.

III. LOS MERCADOS FINANCIEROS ACTUALES

De acuerdo con la descripción del apartado anterior, puede decirse que, en la actualidad, los mercados financieros son mercados fuertemente integrados, con una capacidad de respuesta rapidísima ante cualquier cambio o alteración en el panorama económico. El desarrollo más importante operado en ellos ha sido, junto con la intensidad de la interrelación, la enorme proliferación de productos financieros totalmente nuevos. Todo ello ha permitido que los mercados sean actualmente más profundos y completos, eliminando posibilidades de arbitraje y facilitando sin duda los intercambios internacionales, dadas las mayores facilidades que ofrecen para la gestión de riesgos.

La justificación teórica para esta evolución está

clara: se trata de crear mercados más eficientes que permitan una correcta asignación de los recursos entre todos los agentes. La polémica sobre si los mercados son realmente eficientes o no ha producido una gran cantidad de literatura en los últimos años, sin que pueda decirse que sea ésta una polémica cerrada.

En cualquier caso, el diseño y puesta a disposición de tales productos ha provocado una fuerte intensificación de los intercambios. Este hecho se registra en todos los mercados, pudiendo señalarse como aspecto particular el gran desarrollo experimentado no sólo por los mercados organizados, sino también por los mercados OTC. Información económica reciente señala que, en los últimos tres años, se ha incrementado la negociación de divisas en un 30 por 100 en dólares constantes (40 por 100 más, en dólares, en nuestro país, habiéndose triplicado el volumen total negociado desde 1989). Indudablemente, los grandes proyectos inversores encuentran facilidades para financiarse inexistentes hace algunos años, ya que la integración de mercados permite la posibilidad de apelar a capitales procedentes de distintos lugares, pudiendo realizar las emisiones en mercados cada vez más amplios. Por lo que respecta al mercado de derivados, su evolución ha sido más espectacular si cabe. Valgan como ilustración los siguientes datos tomados de una reciente publicación en este tema: el valor del principal nominal de los productos derivados se ha más que duplicado entre 1991 y 1993, mientras que el número de contratos negociados en las bolsas de productos derivados se ha más que cuadruplicado entre 1986 y 1993 (Bengoechea, Arriaga y Errasti, 1995). Si nos referimos al mercado de deuda, los datos de la CNMV muestran que, entre 1992 y 1994, las contrataciones en mercados secundarios de renta fija se han incrementado en nuestro país en un 236 por 100, correspondiendo a deuda pública una proporción superior al 95 por 100 de su importe.

El crecimiento mencionado presenta como consecuencia nada desdeñable la cada vez mayor autonomía de los intercambios en los mercados financieros con respecto a la economía real. A pesar del fuerte aumento experimentado por el comercio mundial de mercancías, los incrementos en los volúmenes de contratación en los mercados financieros han sido mucho más espectaculares. Así, se estima que alrededor del 90 por 100 de las transacciones que tienen lugar diariamente en el mercado de cambios no tienen relación con el comercio mundial ni con inversiones directas. De la misma manera, se estima que solamente un 5 por 100 de los contratos negociados en los mercados de opciones y futuros obedecen a un intercambio de mercancías. Todo ello indica con claridad que, si bien el origen del desarrollo de estos mercados estuvo basado en las necesidades de la economía real, la situación actual dista mucho de corresponderse con la de partida.

Se pone, pues, de manifiesto que se ha creado un espacio en el que los capitales pueden moverse con agilidad, tratando de lograr el máximo de rentabilidad, cambiando posiciones rápidamente en la consecución de este objetivo. Las cifras anteriores parecen indicar que, además de cubrir las necesidades derivadas de los intercambios reales y la financiación de la actividad económica, los mercados se constituyen en punto de encuentro de recursos que no van más allá de los propios mercados, cuya relación con la economía real sería, por tanto, bastante lejana. Desde esta perspectiva, podría pensarse que por lo que respecta a esta parte de su actividad el juego de los mercados es simplemente un juego de suma cero, en el que lo que un agente gana otro pierde, resultando en este sentido una actividad relativamente estéril para los intereses de la economía productiva, aunque puede tener importantes implicaciones para ella.

En relación con lo anterior, puede anotarse como elemento novedoso que el fenómeno de desintermediación que al mismo tiempo se ha venido produciendo al acceder los agentes a los mercados con mayor facilidad, ha llevado a su vez a los intermediarios financieros a participar en los mercados por cuenta propia en proporción muy superior a la que se registraba anteriormente. La consecución de un alto grado de rentabilidad para sus recursos, que ha sido siempre el objetivo de los gestores, y la posibilidad de lograrlo tomando posiciones en los amplios mercados actuales ha animado a los intermediarios financieros a desarrollar una actividad que no es propiamente la actividad de intermediación a la que tradicionalmente se venían dedicando.

IV. LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA FORMACIÓN DE EXPECTATIVAS

Este breve repaso a la realidad de los mercados actuales pone de manifiesto con claridad la importancia que tienen para el desarrollo económico global. Por ello, resulta de especial interés conocer la manera en que se generan las pautas de actuación que en ellos se siguen.

Uno de los conceptos que más frecuentemente surge para explicar cualquier cambio en las posiciones de los mercados de valores o de divisas es el de expectativas. Se afirma que «el mercado ha descontado ya» determinado acontecimiento cuando algo sucede sin obtener la respuesta esperada, o que «las expectativas sobre tal o cual variable han cambiado debido a algún elemento informativo determinado», cuando la respuesta es rápida y, muchas veces, en dirección contraria a la esperada. Creo que lo señalado en este apartado avala la necesidad de analizar la manera en que se generan las expectativas en los mercados financieros, con objeto de valorar las consecuencias que pueden esperarse de ello.

1. La hipótesis de expectativas racionales

La teoría macroeconómica se ha preocupado siempre por el proceso de formación de expectativas. Sin embargo, la formalización de este proceso no ha sido muy cuidadoso hasta fechas relativamente recientes. Durante muchos años, la modelización de expectativas se ha basado en los llamados procesos de expectativas adaptables o de ajuste parcial, aceptándose, por tanto, como válidos procesos en los que los agentes, si bien corrigen sus expectativas en función de lo observado, mantienen errores sistemáticos en su generación por no ser capaces de corregir inmediatamente la totalidad de su error. Ello ha supuesto que la formulación dinámica de los modelos económicos no haya sido tan cuidadosa como hubiera sido de desear.

La teoría de las expectativas racionales puso fin a este estado de cosas, suponiendo para los agentes un proceso de formación de expectativas que no puede cometer errores sistemáticos. Esta teoría, muy atractiva e intuitiva, es en la actualidad aceptada de manera generalizada como la que explica el comportamiento racional de los agentes económicos. Ello tiene importantes implicaciones en relación con lo que los modelos anteriores postulaban, particularmente por lo que se refiere al ámbito de la política económica. La polémica que se produjo a partir de la crítica de Lucas a la validez de la política económica cuando existen agentes racionales que pueden anticipar la acción del gobierno, enriqueció en gran medida los modelos e interpretaciones macroeconómicos. En estos momentos, puede decirse que la mayor parte de la macroeconomía parte de la definición de expectativas racionales, lo que supone básicamente aceptar lo que a un nivel intuitivo todos sabemos: los agentes económicos son capaces de aprender de lo que observan y cambian su comportamiento en función de dicho aprendizaje.

En el campo de la economía financiera, la adopción de la teoría de las expectativas racionales, junto con otros desarrollos más cercanos a la propia teoría de las finanzas, ha propiciado un desarrollo extraordinario de los estudios relativos a eficiencia de mercado, volatilidad, estructura temporal de tipos de interés, modelos explicativos de los tipos de cambio, etc. Particularmente importante ha sido el número y calidad de los trabajos empíricos sobre dichos temas, que han alcanzado un elevado grado de complejidad técnica en lo que a métodos económicos se refiere. Creo que puede decirse que ningún otro campo de la economía aplicada ha experimentado una evolución tan enriquecedora en los últimos años.

No obstante, y como sucede en la mayor parte de las ocasiones, los trabajos empíricos no alcanzan conclusiones unánimes sobre muchas de las cuestiones básicas. Esto, que es de gran importancia

para fomentar el interés por los estudios aplicados, no es, sin embargo, tan tranquilizador cuando se trata de establecer una teoría que explique los hechos que se observan.

Desde el punto de vista de la economía real, la relevancia de esta última observación es quizá mayor, ya que, desde su perspectiva, el interés no se centra tanto en mejorar el conocimiento intrínseco del funcionamiento de los mercados como en conocer las consecuencias que dicho funcionamiento puede tener para las decisiones de inversión de las empresas o para las decisiones de consumo o ahorro de las familias. Dicho de otra manera, los inversores o familias desearían saber si los mercados van a responder de una manera estable a sus necesidades y cuáles son las variables básicas y observables que deben servir de referencia para la toma de sus decisiones de inversión o ahorro.

Esta cuestión no resulta baladí para los no especialistas, ya que los mensajes que se reciben a través de la información económica son, en muchos casos, contradictorios. En los últimos meses hemos asistido a caídas en las bolsas o en el tipo de cambio del dólar debidas a la publicación de una cifra sobre crecimiento trimestral del PIB estadounidense mayor de la esperada. La lógica de este movimiento se escapa en muchas ocasiones a quien ha aprendido a pensar que la economía americana ejerce de tractor de las economías europeas y, por lo tanto, espera que buenas noticias sobre el nivel de actividad americano ayuden a disipar las dudas sobre la recuperación incipiente que las economías europeas estaban mostrando en ese momento.

Por otro lado, la respuesta a la grave crisis sufrida por México, en fechas relativamente recientes, fue también de importancia e inmediata caída en los mercados ligados a la moneda o los productos estadounidenses.

Los dos ejemplos anteriores permiten ilustrar la sensación que puede percibirse de que las reacciones de los mercados no son simétricas ante las noticias que se producen y que, si bien las malas noticias provocan en general la reacción esperada, no sucede lo mismo ante las buenas noticias que se reinterpretan en función de expectativas cada vez más lejanas o indirectas.

Estos comentarios introducen una cuestión clave en el funcionamiento de los mercados financieros, que es el de la información que dichos mercados consideran relevante y, sobre todo, la manera en que dicha información se procesa.

2. La información relevante en la formación de expectativas

Una cuestión básica en la teoría de las expectati-

vas racionales, que no siempre se explica con la debida claridad, es que el comportamiento racional se refiere en cada caso al conjunto de información con el que el agente toma sus decisiones. Es basándose en todo lo que se conoce con anterioridad cuando se espera que los agentes se comporten de tal manera que no existan errores sistemáticos. Esto es, que todo lo que pudiera ayudar a predecir el futuro se haya tomado en consideración de manera adecuada, de forma que la diferencia entre lo esperado y lo que realmente sucede sea no anticipable. Esta teoría, junto con la de mercados eficientes, predice que la información relevante es procesada por el mercado y que sólo un indicador, el precio, resume toda la información necesaria. Muchos de los modelos adoptados para los precios de los activos en los mercados financieros corresponden, por esta razón, a la estructura de paseos aleatorios, de acuerdo con los cuales la mejor predicción del precio futuro de un activo es su precio actual.

Todo ello se resume en el concepto de que los mercados son *forward-looking*. Dado que todo lo sucedido ha sido ya tomado en consideración, lo que preocupa es lo por venir. El conjunto de información que interesa a los mercados en cada momento es enormemente amplio. Noticias relativas a la economía real, que afectan a la valoración de los *fundamentals*, de todas las economías con cierto peso en el mundo, noticias específicas correspondientes a la marcha de empresas cuyas acciones o pagarés se negocian en el mercado, junto con toda clase de noticias políticas o, en ocasiones, simplemente rumores, hacen cambiar el comportamiento de los mercados. El primer grupo de variables tiene un obvio interés en tanto que los mercados comercian con y sobre bienes que se corresponden con la economía real, aunque la relación con ellos puede en ocasiones ser bastante indirecta. Por lo tanto, es natural que la información sobre estas variables interese a los agentes en estos mercados. El segundo conjunto de información, las noticias políticas y sociales, tiene influencia, por una parte, en tanto que representa información sobre cómo van a verse afectados determinados sectores económicos o empresas en determinadas posiciones, mientras que, por otra parte, supone indicios sobre la estabilidad de las políticas económicas de los distintos países. Sobre este aspecto se hablará un poco más adelante.

Lo que interesa en este momento enfatizar es la dificultad que existe para procesar adecuadamente todos los elementos informativos que en cualquier período corto de tiempo fluyen al mercado. Es inmediato pensar en la necesidad de procedimientos de análisis de datos que permitan elaborar la información, reduciendo su dimensión a un conjunto limitado de indicadores. No puede negarse que este esfuerzo se realiza y que existen tanto indicadores de eficacia contrastada en la transmisión de información relevante como mecanismos de acceso de

los interesados a dichos indicadores. En algunos casos, el acceso a la información es libre, mientras que, cuando se trata de información más elaborada y sofisticada, puede accederse a ella mediante un precio. La cuestión de los costes de acceso a la información y el interés de ésta para los agentes del mercado ha sido y es también objeto de estudios teóricos y empíricos de interés.

Para cerrar este apartado relativo a la formación de expectativas en los mercados financieros pueden enfatizarse los elementos clave que se han descrito, que son: el hecho de que los mercados sean *forward-looking*, el interés consecuente de los mismos por todo elemento informativo que ayude a predecir el futuro y la dificultad de procesar toda la información que puede considerarse de interés.

V. CONSECUENCIAS QUE PARA LA ECONOMÍA REAL PUEDEN DERIVARSE DE LA SITUACIÓN Y FUNCIONAMIENTO ACTUAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

En los apartados anteriores se ha tratado de sintetizar los aspectos que se consideran más relevantes de la evolución, situación actual y proceso de formación de expectativas en los mercados financieros. Podemos ahora tratar de explicar las consecuencias que todo lo anterior puede tener para el funcionamiento de la economía real.

Los comentarios a este respecto pueden recogerse alrededor de tres ideas, cada una de las cuales se corresponde con alguna de las facetas que se han puesto de manifiesto en los apartados anteriores. La primera hace referencia a la estabilidad del sistema financiero global; la segunda, a la posibilidad de que la formación de expectativas no produzca a corto plazo los resultados esperables, y la tercera, tiene que ver con el margen de maniobra de los gobiernos para llevar a cabo su política económica.

1. Los mercados y la estabilidad institucional

La entrada de agentes en los mercados financieros, de manera más ágil que en el pasado, ha tenido como consecuencia, ya señalada, la desintermediación financiera. Al mismo tiempo, se han producido las condiciones adecuadas para que los intermediarios financieros accedan a los mercados no sólo en su papel de intermediarios, sino tomando posiciones por cuenta propia, con grandes volúmenes de recursos. La aparición de nuevos productos financieros y la posibilidad de cambios casi instantáneos en las posiciones en la búsqueda de rentabilidad han animado esta actividad.

Este desarrollo, correspondiéndose con merca-

dos cuya respuesta en períodos de crisis no es suficientemente conocida, provoca cierta preocupación. En nuestro país comienzan a ser frecuentes las advertencias lanzadas desde entornos próximos al Banco de España respecto de los peligros de excesos en esta actuación. En efecto, mientras los intermediarios financieros actúan por cuenta de sus clientes, resultados negativos afectan a estos clientes y no dañan la estabilidad del sistema bancario. Sin embargo, ejemplos recientes ponen de manifiesto la facilidad con que, si el control no es muy riguroso, unos pocos operadores en estos mercados pueden poner en peligro la viabilidad de determinados bancos, lo que, en un sistema basado fundamentalmente en la confianza en las instituciones financieras, puede transmitirse con rapidez de unas instituciones a otras. Aunque, afortunadamente, no se ha producido todavía ninguna experiencia suficientemente grave en este sentido, el efecto potencial de una crisis en el sistema financiero sobre la economía real no necesita ser enfatizada. En palabras de Sánchez Asiaín (1988), «la cuestión a debatir es si esa mejoría indudable de la eficiencia, con todos sus componentes, no está dando lugar, a su vez, a una mayor fragilización de las estructuras financieras a escala mundial, es decir, a una pérdida de solidez y capacidad de resistencia».

Ciertamente, el temor que se expresa en el párrafo anterior no es achacable directamente a los mercados financieros. Sin embargo, sí es consecuencia del desarrollo que los mismos han alcanzado y de las condiciones que en ellos imperan. Por tanto, es importante que la cautela que a este respecto parecen mostrar las autoridades monetarias se constituya en garantía de estabilidad del sistema.

2. La corrección en la formación de expectativas

La gran integración lograda por los mercados financieros obliga a considerar la cuestión de si la formación de expectativas responde o no a las características que teóricamente se le atribuyen. Apoyándonos sobre la descripción del proceso que se ha realizado con anterioridad, no puede negarse que, sobre la base de la información disponible, el proceso final de formación de precios parece contener una elevada proporción de subjetividad. Y es natural que esto suceda, ya que la evaluación de la información obtenida es algo que ninguna técnica cuantitativa puede realizar. De la misma manera, es normal que sean los especialistas en estas cuestiones quienes tomen la iniciativa en la evaluación. Es preciso haber trabajado durante algún tiempo con cualquier conjunto de información para poder obtener la intuición de cuál es el mensaje que se desprende de ella. Por esta razón, las personas más avezadas en el funcionamiento de los mercados y más próximas a ellos deben ser sin duda quienes lideren el proceso de formación de precios. La cita de

un texto de macroeconomía reciente puede ser útil: «Para que existan expectativas racionales es suficiente que unos pocos agentes estén bien informados como para comportarse de esta manera... En los mercados financieros, todo lo que se requiere son agentes profesionales bien informados y con los recursos suficientes como para forzar que los precios terminen por igualar sus expectativas. Aquellos consumidores menos informados aceptan las cotizaciones de los mercados porque saben que en promedio son correctas, aunque nunca sean completamente exactas» (Wyplosz y Burda, 1994). La forma en que los mercados se comportan parece indicar, en efecto, que éste es el caso. Existe, en la mayor parte de las ocasiones, un importante seguimiento en la actuación de los distintos mercados, preocupándose cada uno de ellos de la evolución en el resto. Incluso se estudia ya si el cierre de los mercados durante las horas nocturnas tiene algún efecto sobre la volatilidad de los precios en las primeras horas de apertura.

Todo ello parece avalar la noción de que las expectativas son racionales y los mercados eficientes, concentrando toda la información relevante en los precios. No obstante, y a pesar de que en estos mercados el proceso de formación de precios revista una enorme rapidez, siempre existe un período de tiempo en el cual la mayor parte de los agentes están indecisos sobre cómo evaluar los últimos elementos de información conocidos y están, por tanto, a la espera de que los creadores de mercado determinen la dirección en la que van a actuar. Esto da a los creadores de mercado un enorme poder, ya que son sus directrices las que determinan la dirección que los mercados van a seguir. Teniendo en cuenta el importante volumen de especulación que los mercados también permiten, ¿cómo puede uno estar seguro de que los mercados valoran, en el corto plazo, adecuadamente la información? ¿No existe sin duda un amplio margen para que los especuladores puedan forzar los precios en una determinada dirección, aunque se acabe por evaluar adecuadamente la información en un plazo más largo?

En un reciente e interesante trabajo, Bofinger (1995) pone de manifiesto las particularidades de la información en los mercados financieros señalando las diferencias entre la información relevante en distintos mercados. Mientras que en el mercado de la patata la información es, en su mayor parte, información de primer grado, relativa a las necesidades y gustos de productores y consumidores, en el mercado de divisas (que es el que centra su atención) la información utilizada por los agentes es, según el análisis de Bofinger, de tercer grado. Esto es, en los términos gráficos que él mismo utiliza, «cada inversor particular tiene que formar su opinión sobre cuál espera el inversor medio que será la opinión media sobre el tipo de cambio», y continúa afirmando que «de modo general..., no está claro por qué el mer-

cado de divisas debe ser contemplado como un mecanismo eficiente para la determinación de los precios de las divisas de cada país». Su elaboración posterior sobre la importancia de los «puntos focales», que pueden o no ser compatibles con el equilibrio del mercado y que permiten explicar la aparición de burbujas especulativas, contiene a mi juicio una explicación muy plausible de situaciones que, con cierta frecuencia, se perciben en los mercados financieros.

Si el análisis de Bofinger se admite como descriptor del comportamiento de los mercados, no cabe duda de que pone de manifiesto la capacidad de éstos para asignar los recursos de manera no eficiente, lo que puede tener importantes efectos sobre la economía real si esa asignación se mantiene durante algún tiempo. Dado que las expectativas en los mercados son *forward-looking*, un error (voluntario o inducido) en la asignación en un determinado momento de tiempo, continuado durante un período suficientemente largo, genera sus propias expectativas y acaba constituyendo un caso de *self-fulfilling prophecy*, sin que existieran en un principio razones de peso para que lo que ha sucedido sucediera.

Lo que todo esto pretende enfatizar, por tanto, es que los fallos en la formación de expectativas, aunque sean corregidos en el medio plazo, pueden ser costosos para el funcionamiento de la economía real en condiciones de libre movilidad de los capitales.

La especificación de la dinámica macroeconómica ha sido siempre el elemento más débil de la teoría, y su aplicación a mercados tan rápidos en sus reacciones como los financieros exige un análisis más detallado. El corto plazo en cualquier otro mercado, puede ser un plazo muy largo en los mercados financieros y la constatación de que, en un plazo de tiempo prudencial, la situación parece siempre calmarse y volver a posiciones razonables no debe servirnos de consuelo si existe la posibilidad de que, en ese intervalo, los efectos derivados del funcionamiento libre de esos mercados no son óptimos. El proceso de formación de expectativas en los mercados financieros debería estudiarse con más profundidad.

3. El margen de maniobra de la política económica

El siguiente aspecto que puede destacarse es el de la influencia de la liberalización de los mercados de capitales sobre las políticas económicas que los gobiernos pueden poner en práctica.

En nuestro país, puede decirse que se ha producido una popularización de la actuación del sector público sin precedentes en el inmediato pasado. Nunca los presupuestos públicos han contado con

un mayor número de interesados, sea a favor o en contra de los propuestos, como en estos momentos. El ciudadano medio ha comenzado a ser consciente de que el gasto público, si se convierte en déficit, puede tener importantes consecuencias sobre el futuro económico del país. Lo mismo puede decirse de la inflación, que ha pasado a convertirse en una variable de referencia continua por parte de cualquier ciudadano; y esto no, como ha sucedido siempre, en tanto que queja de los consumidores sobre los precios cada vez más altos, sino con la percepción de que se trata de una variable cuya evolución puede determinar si la economía va a avanzar en una buena o menos buena dirección. El hecho de que no se comprenda del todo bien la relación entre estas variables y otras más tangibles, como la seguridad de cada uno en el puesto de trabajo o el futuro de sus ahorros, no cambia el hecho básico que se trata de poner de manifiesto. Lo mismo puede decirse de la noción de competitividad que está en estos momentos en la boca de cualquier ciudadano, a pesar de ser una palabra de difícil pronunciación.

De nuevo, la razón próxima de esta preocupación se centra, en España, en la necesidad de convergencia con Europa para poder entrar a formar parte de la Unión Europea. Sin embargo, como ya se ha señalado, a nadie se le escapa que lo que la Unión Europea pretende es establecer unas reglas del juego comunes en el conjunto de los países que la conforman, con objeto de permitir a todos ellos competir adecuadamente en el conjunto económico mundial. La adhesión de España a la Unión Europea se percibe así como una manera clara de disciplinar la economía de nuestro país, reduciendo los desequilibrios básicos que la misma presenta.

En todos estos aspectos, la mirada colectiva se centra en la actuación del sector público. Y es que en España, como en la mayor parte de los países occidentales, el sector público se ha constituido a lo largo de los años en el principal agente económico, alcanzando una capacidad de gasto cercana al 50 por 100 del PIB total de la economía. Sus actuaciones, por tanto, tienen un importante peso sobre la evolución económica de nuestro país, en tanto que agente económico directo y en tanto que regulador y controlador de la actuación del resto de los agentes. La política económica emprendida por un gobierno está, por esta razón, en el punto de mira de todos los agentes económicos.

Podemos también observar que, por lo que se deduce de sus declaraciones públicas, los ministros de economía de todos los países tienen en estos momentos como prioridad importante no sólo establecer las líneas fundamentales de la política económica, sino tratar de convencer a los agentes económicos, y en particular a los mercados financieros, de que pretenden colocar a la economía de su país en una senda que aquéllos valoren positivamente.

Se pone así de manifiesto tanto el interés que los

mercados financieros sienten por la evolución económica de cualquier país como las restricciones que sobre ésta pueden imponer. Dado que en los mercados financieros se toman las decisiones sobre financiación de inversiones en cualquier lugar del mundo, éstos pueden imponer condiciones sobre las políticas económicas que los gobiernos deben impulsar si desean mantener a sus países en una senda de crecimiento adecuada (lo que por otra parte es una exigencia cada vez más generalizada de la ciudadanía). En particular, puede decirse que la negativa evaluación de los mercados financieros ha sido determinante en el inicio de la reducción de los déficit públicos acumulados en los últimos años por una buena parte de los países industrializados. Es evidente que, en estas condiciones, los gobiernos de los distintos países deben poner en práctica políticas aceptadas por los mercados si quieren que su país sea capaz de atraer inversiones que permitan un buen desarrollo de su actividad.

Pero no basta con enunciar políticas económicas que los mercados vean con buenos ojos. Las políticas deben además ser creíbles para que los mercados las acepten. Por tanto, políticas que no se estimen capaces de conseguir los objetivos señalados serán penalizadas por los mercados y los países que las sigan deberán pagar primas de riesgo que pueden ser elevadas para tranquilizar a los inversores. La cuestión de la credibilidad de la política económica, muy a menudo mencionada, está en la base del interés de los mercados financieros por los desarrollos que se producen en el mundo político, y es la razón de que noticias aparentemente no relacionadas con ellos pueden tener un fuerte efecto sobre los mercados.

Si bien es cierto que en ocasiones es difícil entender la sensibilidad que los mercados financieros muestran hacia algunas de estas noticias, no puede negarse que las reacciones se producen con gran fuerza y rapidez. Cualquier noticia que pueda poner en duda la capacidad de los responsables de llevar adelante la política económica anunciada (y considerada aceptable) es valorada negativamente por los mercados financieros y, si aquélla coincide con un momento de cierto nerviosismo, puede tener un efecto más duradero sobre la economía de que se trate.

El círculo se cierra si consideramos que los mercados son, en general, defensores de políticas económicas ortodoxas que puedan colocar a los países en sendas de crecimiento estables, con particular énfasis en el control de la inflación. Todo ello nos lleva a la conclusión de que, en un contexto de movimientos de capitales libres, el margen de manobra que los gobiernos tienen para la puesta en marcha de su política económica es muy estrecho. Las actuaciones del sector público en materia económica han de ser compatibles con lo que los mercados financieros consideran la dirección adecuada. De lo contrario, el país se verá penalizado en la dis-

ponibilidad de capitales. Por otro lado, si sus políticas no son consideradas creíbles por los mercados, todos los esfuerzos serán inútiles. No basta con que se anuncien políticas ortodoxas; se debe además conseguir convencer a los mercados de la posibilidad de llevarlas adelante.

Sin embargo, el crecimiento del sector público ha venido en gran medida determinado por otras razones. La existencia de fallos de mercado en la provisión de bienes necesarios para el bienestar de los ciudadanos está en la base del tamaño que el sector público ha adquirido en muchos países occidentales. La actual situación de bienestar colectivo que se experimenta en muchos de los países occidentales no puede explicarse sin la actuación del sector público. La existencia de capital humano preparado no es sino la consecuencia de la inversión que los países han realizado, a lo largo de los años, en educación, sanidad, etc. La accesibilidad a los mercados exteriores implica una importante inversión pública en infraestructuras.

La redistribución de la renta que se produce a través de la actividad pública ha de financiarse a partir de impuestos o contribuciones de los trabajadores. La solidaridad colectiva alcanzada en los países de más antigua industrialización supone, asimismo, la existencia de mecanismos de cobertura de necesidades primarias para todos los ciudadanos, lo que supone un importante volumen de transferencias llevadas a cabo en la mayor parte de los casos por el Estado.

La financiación del Estado de bienestar y de la política pública de redistribución no ha sido ajena en los últimos años a los déficit públicos que los estados industrializados han acumulado, aunque desde luego no han sido su causa única. La reconsideración del tamaño y eficiencia del sector público y de la financiación del Estado de bienestar son cuestiones que deben debatirse en profundidad dada su enorme importancia. Pero ese debate no se hubiera producido quizá en estos momentos si no existiera la conciencia clara de las restricciones que los mercados financieros, a partir de la liberalización de los

movimientos de capitales, pueden imponer sobre la puesta en marcha de determinadas políticas económicas. Esto va a exigir la reconsideración de algunas de las pautas de comportamiento que se habían considerado establecidas durante años. Es ésta una cuestión de enorme importancia que no debe ignorarse cuando se analiza la relación que, en su estado actual, mantienen la economía real y la economía financiera y que se constituye en uno de los retos más importantes hacia el futuro.

VI. A MODO DE CONCLUSIÓN

El recorrido que se ha realizado sobre algunos de los aspectos que han de considerarse en las relaciones entre la economía real y la economía financiera ha puesto de manifiesto que, si bien en muchos casos la alarma que se experimenta por la aparente disociación entre ambos no responde a causas reales, existen, sin embargo, cuestiones derivadas de la situación actual de los mercados financieros que pueden tener consecuencias importantes sobre el desarrollo de la economía real y que obligan a cambiar la perspectiva de los ciudadanos sobre algunos de los aspectos más importantes de su comportamiento como agentes económicos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BENGOECHA, ARRIAGA y ERRASTI (1995), *Riesgos y oportunidades de los derivados*, Fundación BBV.
- BOFINGER, P. (1995), «Después de la tormenta: una plataforma inestable para la integración monetaria europea», *Situación*, Servicio de Estudios, BBV.
- SÁNCHEZ ASIAÍN, J. A. (1988), «El progresivo divorcio entre el mundo real y el mundo financiero», *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, núm. 65.
- WYPLOSZ Y BURDA (1994), *Macroeconomía, un texto europeo*, Ariel Economía.

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL EXAMEN DE MAASTRICHT

José Alberto Parejo Gámir

I. INTRODUCCIÓN

La economía española se encuentra, actualmente, ante una importante prueba: el examen de Maastricht al que alude el título de este trabajo, y nuestro objetivo genérico en él es analizar su situación respecto a él, sus posibilidades reales de superarlo y las medidas de política económica necesarias para ello.

Para alcanzar dicho objetivo desarrollaremos el contenido de esta investigación en varios apartados. En primer lugar, enmarcaremos brevemente el reto de la unión económica y monetaria europea (UEME) en el conjunto de las coordenadas generales en las que, fundamentalmente, al menos desde la perspectiva actual, consideramos que hay que hacerlo. Posteriormente, recordaremos a grandes rasgos el contenido del Tratado de Maastricht, y sobre todo los requisitos de convergencia establecidos para el acceso de los estados miembros de la UE a la moneda única. En tercer lugar, comprobaremos la situación actual de esos países (y en especial la de España) de cara al cumplimiento de los mismos, distinguiendo, a continuación, entre la convergencia nominal establecida por el Tratado de la UEME y la necesaria convergencia real. Por último, estudiaremos, siempre con la brevedad exigida por un trabajo como éste, los principales problemas que sufre actualmente nuestra economía, y formularemos las medidas de política económica que juzgamos necesarias para superarlos.

II. MODIFICACIONES GENERALES RECIENTES EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La actividad económica en general ha variado mucho, sin duda, en los últimos años, especialmente en los países más desarrollados, como el nuestro. Durante décadas fue notablemente estable, pero en los últimos tiempos está registrando transformaciones muy intensas que se han producido, en nuestra opinión, sobre todo por la conjunción de

siete fenómenos convergentes (1), entre los que cabe situar, como antes dijimos, el reto de la UEME:

1. Porque el mercado en general ha variado desde lo que puede denominarse una situación de oferta a otra de demanda. En efecto, en la actualidad se ha abandonado la situación previa de dominio de los vendedores, que podían moldear a su gusto la demanda, para pasar a otra en la cual el consumidor ha recuperado el protagonismo (2).

2. Porque los agentes económicos han madurado, tienen una mayor experiencia, y sus conocimientos económicos y financieros aumentan a marchas aceleradas; se trata de individuos más formados, por tanto, en temas económicos y financieros, y más informados sobre estas cuestiones (3).

3. Porque el progreso tecnológico ha adquirido un ritmo ciertamente fantástico, cuyas consecuencias llegan al sector económico a través de una doble incidencia: la interna, con una fuerte «cuaternarización» de su actividad, y la externa, con una creciente «vulgarización» de los productos y servicios.

4. Porque la liberalización de los movimientos internacionales de capitales (4) y el tremendo avance tecnológico de la información y la comunicación están facilitando también la mundialización de la economía y, dentro de ella, especialmente, la internacionalización financiera.

5. Porque la desregulación, desintermediación e innovación financieras han caracterizado, y continúan haciéndolo, la evolución de los sistemas financieros en los últimos años. La primera aumenta la libertad operativa y la competencia al disminuir las normas que las limitaban previamente, así como la fragilidad financiera (5); la segunda facilita el contacto directo ahorradores-inversores, y la tercera hace aparecer nuevos productos, intermediarios y servicios.

6. El entorno económico actual (y el previsible hasta fin de siglo) conduce también a una intensificación de la competencia, con estrechamientos de los márgenes de beneficio y aumento de los riesgos, dado que sus características, en términos

de la persistencia de ciclos económicos aún no controlados, de globalización económica, de reajustes estructurales y de agresividad entre los macromercados (Europa, América y Asia Oriental), van a provocarla, unida a una gran inestabilidad, incertidumbre, apertura creciente a nuevos competidores y volatilidad financiera (6).

7. Por otro lado, los mercados financieros actuales, libres y eficientes, potentes, internacionalizados, etcétera, tienen una gran capacidad, como hemos visto recientemente (tormentas monetarias de 1995), para condicionar y modificar las políticas económicas nacionales, imponer ajustes cambiarios, acentuar la volatilidad de los precios de los activos financieros, desequilibrar las economías... Ha habido, pues, un evidente desplazamiento de poder desde los gobiernos a los mercados, cuya principal consecuencia es la pérdida de autonomía de la política económica (7).

Se trata además de mercados financieros con frecuencia sobreinformados e hipersensibilizados. Su sobreinformación proviene de la constante necesidad de reelaboración de sus predicciones para gestionar eficientemente sus carteras de activos, la cobertura de sus riesgos, etc. (8). Y su hipersensibilidad les lleva a modificar súbitamente sus expectativas, a veces con demasiada celeridad y erraticidad (9), equivocándose entonces en sus previsiones e incurriendo en excesos y provocando perturbaciones que, en ocasiones, son el simple resultado de que sus reacciones son mucho más rápidas que las que requieren los ajustes de política económica, aun si éstos están bien orientados (10).

En todo caso, estos mercados financieros, así caracterizados, «castigan» con su pérdida de confianza a las políticas económicas en cuya eficacia no creen, colaborando activamente al fracaso de éstas (11).

En definitiva, pues, progreso tecnológico acelerado, mayor cultura económica, internacionalización progresiva, libertad para los movimientos internacionales de capitales, poder creciente para los mercados, pérdida de autonomía para las políticas económicas, etc., son, sin orden de prelación, los principales factores hoy influyentes, con carácter general, sobre la actividad económica en nuestro país y a escala internacional.

Ahora bien, la economía española se enfrenta actualmente también a un proyecto fundamental, como es el de la UEME, que va a influir sobre ella a muy diversos niveles, intensificando, por un lado, la mayoría de los cambios que hasta ahora hemos descrito, y provocando otros nuevos de excepcional relevancia, como vamos a comprobar a continuación.

III. EL TRATADO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA Y EL PROCESO DE CONVERGENCIA NOMINAL PARA ACCEDER A LA MONEDA ÚNICA

El Tratado de Maastricht, firmado en diciembre de 1991, fue el primer paso hacia la unión económica y monetaria europea, como es sabido. En diciembre de 1991, los primeros ministros de los doce países integrantes de la Comunidad Europea alcanzaron, no sin problemas, en la ciudad de Maastricht, un acuerdo fundamental para el futuro de la CE que constituyó una nueva e importante reforma del Tratado de Roma de 1957 (12).

Esta reforma se articuló en torno a dos bloques. Por un lado, la consecución de la unión política, y por otro, el logro, menos ambicioso que aquél, pero más importante desde nuestra perspectiva actual, de la unión económica y monetaria, que persigue, entre otros objetivos (13), promover un progreso económico y social equilibrado y sostenible, principalmente mediante la creación de un espacio sin fronteras interiores, el fortalecimiento de la cohesión económica y social, y el establecimiento de una unión económica y monetaria que implicará, en su momento, una moneda única.

Para alcanzar estos objetivos económicos, se específica (14) que los países miembros deben adoptar una política económica basada en:

- Una estrecha coordinación de las políticas económicas nacionales.
- Existencia de un mercado único en la CE.
- Objetivos económicos comunes en términos de precios estables, balanzas de pagos sostenibles, y finanzas públicas y condiciones monetarias sólidas.
- Respeto a la economía de mercado y a la libre competencia.

Para lograrlos se plantean como medidas irrevocables:

- Tipos de cambio con vistas a una moneda única.
- Política monetaria y de tipos de cambio única, con el objetivo prioritario de la estabilidad de precios, pero que debe además apoyar la política económica general de la Unión Europea.
- Creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE).
- Se confirma la liberalización total de los movimientos de capitales entre los estados miembros y con países terceros.

En el ámbito de la política fiscal, más en concreto, se establece que para lograr la UEME son precisas políticas presupuestarias sanas y disciplina pre-

supuestaria, y que la disciplina del mercado debe jugar un papel importante en el ajuste de las políticas presupuestarias nacionales inadecuadas: los mercados deben, pues, evaluar bien los riesgos de éstas e incitar a corregir los desequilibrios presupuestarios existentes.

También la vigilancia comunitaria multilateral organiza la coordinación de las políticas fiscales a través de «programas de convergencia», examinados, aprobados y vigilados por la UE. Además, una vez conseguida la UEME, habrá que continuar la disciplina a través de diversas reglas, pues cada país tendrá sus competencias presupuestarias.

Como medidas fundamentales a tomar en este campo, se establecen las siguientes:

- Queda prohibida la financiación directa del déficit público por los bancos centrales.

- También se prohíbe su financiación privilegiada vía coeficientes obligatorios de inversión o medidas similares en entidades financieras.

- Hay que evitar los déficit públicos excesivos, que amenazan la estabilidad económica y financiera de un estado o de toda la UE; la Comisión vigilará estas situaciones.

- Más en concreto:

- El déficit de las administraciones públicas será menor del 3 por 100 del PIB a precios de mercado (pm).

- El *stock* de deuda pública estatal será menor al 60 por 100 del PIBpm (15).

En cuanto a la política monetaria, este Tratado de la UEME establece como puntos básicos los que resumimos a continuación:

1. Exigencias concretas

a) Los países que participen en la tercera fase de la UEME deberán tener precios estables, lo que supone que en los doce meses previos su inflación no superará la de los tres países mejores en este ámbito más 1,5 puntos.

b) El tipo medio de interés nominal a largo plazo, en esos doce meses, no superará al de los mismos tres estados más 2 puntos.

c) El tipo de cambio permanecerá dentro de la banda estrecha ($\pm 2,25\%$) del Sistema Monetario Europeo (SME) durante dos años como mínimo, sin tensiones graves y, en concreto, sin devaluación por propia iniciativa (16).

2. Medidas fundamentales

a) Creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE).

b) Total independencia del BCE y de los bancos centrales nacionales respecto a las autoridades de la CE y las nacionales.

Para la consecución de la UEME, se establecen concretamente tres fases:

- En la primera, finalizada el 31 de diciembre de 1993, los estados miembros deberían haber prohibido todas las restricciones a los movimientos de capitales y a los pagos entre los estados miembros, y entre éstos y terceros países, así como los descubiertos o las concesiones de créditos a las autoridades e instituciones públicas de los países miembros. De igual forma, cada estado miembro debía aprobar, si fuera necesario, programas plurianuales destinados a garantizar la convergencia duradera considerada necesaria para la realización de la unión económica y monetaria.

- En la segunda fase, que se inició el 1 de enero de 1994, se crea el Instituto Monetario Europeo (IME), que sustituye al antiguo Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales, y que constituye el embrión del futuro BCE. Este instituto tiene como funciones: reforzar la cooperación entre los bancos centrales nacionales, reforzar la coordinación de las políticas monetarias de los estados miembros con el fin de garantizar la estabilidad de precios, supervisar el funcionamiento del SME, y facilitar la utilización del euro y supervisar su desarrollo.

A más tardar, el 31 de diciembre de 1996, el IME especificará el marco necesario en materia normativa, de organización y de logística para que el SEBC lleve a cabo sus tareas en la tercera fase.

De igual forma, en esta segunda fase, cada uno de los países miembros iniciará el proceso para la independencia de su banco central y procurará evitar los déficit públicos excesivos.

- En los protocolos al Tratado se concretan las condiciones que deben cumplir los estados miembros para el acceso a la tercera fase de la UEME. Estas condiciones son las ya expuestas en materia de inflación, tipos de interés, etcétera.

El inicio de esta tercera fase de la UEME dependerá del número de países que cumplan las condiciones anteriores. En principio, se estableció que si a finales de 1996 siete países cumplían estas condiciones, los ministerios de Economía y Hacienda decidirían su entrada en vigor mediante mayoría cualificada. En el caso de que sólo hubiera mayoría simple, no cumplieran al menos siete países los requisitos anteriores o simplemente no hubiera acuerdo respecto a la fecha de inicio de la tercera fase, ésta se demoraría hasta el 1 de enero de 1999 (17). Sin embargo, en la «cumbre» de Madrid de diciembre de 1995, de forma oficial, se decidió atrasar ese inicio hasta 1999 (18).

IV. EL ACTUAL GRADO DE CUMPLIMIENTO DE LOS REQUISITOS DE MAASTRICHT EN LOS PAÍSES MIEMBROS DE LA UNIÓN EUROPEA

La pregunta que obviamente se nos plantea ahora, a la vista de lo expuesto, se refiere a cuál es la situación actual de los países de la UE (y en concreto de España) en cuanto a su grado de cumplimiento de todos estos requisitos.

Y la información estadística disponible en la Europa de los Doce para finales de 1994 nos permite destacar al respecto que (cuadro núm. 1):

1) En primer lugar, en cuanto al requisito de inflación, existe un mayor número de países que lo cumplen (8-4). La media de la inflación de los tres países comunitarios menos inflacionistas, a finales de 1994, fue del 2 por 100, que correspondió a Francia, Dinamarca y Luxemburgo.

2) Por lo que se refiere al grado de convergencia en los tipos de interés a largo plazo, el número de países convergentes alcanza también la cifra de ocho, no cumpliendo el requisito únicamente los países mediterráneos más Portugal.

3) En cuanto al déficit público en relación al PIB, es donde se observa con más intensidad los efectos de la crisis de los noventa, pues se aprecia un notable deterioro en todos los países, siendo sólo Alemania, Irlanda y Luxemburgo, la primera con dificultades, los que cumplen el requisito establecido.

4) Por lo que se refiere al volumen de deuda pública emitida respecto al PIB, hay también sólo cuatro países que cumplen el porcentaje exigido.

5) Finalmente, las turbulencias monetarias de 1992-1993 y la ampliación del SME al ± 15 por 100, entre otros factores, dicen bastante respecto al requisito de estabilidad cambiaria.

En términos generales, podemos señalar, pues, que a finales de 1994 sólo Alemania y Luxemburgo, de los doce países comunitarios, cumplen todos los requisitos de convergencia de Maastricht. Francia, el Reino Unido e Irlanda cumplen tres de ellos. Por su parte, España, Grecia, Portugal e Italia no cumplen ninguno de los criterios de convergencia utilizados (19).

En cuanto a la situación concreta de nuestro país, debemos destacar también el hecho de que nos encontramos, a finales de 1994, muy cerca del cumplimiento del requisito en materia de deuda pública y de tipos de interés, y aunque hemos reducido nuestra tasa de inflación, su cifra todavía se encuentra lejos del límite de convergencia.

Y las previsiones de la propia Unión Europea para los años 1995 y 1996, recogidas en el cuadro número 2, en cuanto a inflación y déficit público, aunque muestran una cierta mejoría global en el grado de cumplimiento de estos requisitos, siguen dejando a nuestro país (y a otros) lejos de la tercera fase de la UEME (20).

En resumen, pues, parece difícil poder evitar la incertidumbre generalizada en la actualidad respec-

CUADRO NÚM. 1
CUMPLIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE MAASTRICHT

	Precios de consumo (1)			Déficit público (2)			Tipos de interés (3)			Deuda pública (4)			N.º de indicadores que cumplan		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
Bélgica	2,4 (*)	2,8 (*)	2,4 (*)	-6,7	-6,6	-5,5	8,7 (*)	7,2 (*)	7,7 (*)	133,8	138,9	140,1	2	2	2
Dinamarca	2,1 (*)	1,4 (*)	2,0 (*)	-2,5 (*)	-4,4	-4,3	8,9 (*)	7,3 (*)	7,8 (*)	66,8	79,5	78,0	3	2	2
Alemania	4,0 (*)	4,1	3,2 (*)	-2,6 (*)	-3,3	-2,9 (*)	7,9 (*)	6,5 (*)	6,9 (*)	44,8 (*)	48,1 (*)	51,0 (*)	4	3	4
Grecia	14,6	14,4	11,2	-11,7	-13,3	-14,1	21,0	16,6	18,3	92,3	115,2	121,3	0	0	0
España	5,9	4,6	4,8	-4,4	-7,5	-7,0	11,6	10,2	9,9	48,2 (*)	59,3 (*)	63,5	1	1	0
Francia	2,3 (*)	2,1 (*)	1,6 (*)	-3,9	-5,8	-5,6	9,0	6,8 (*)	7,2 (*)	39,6 (*)	45,8 (*)	50,4 (*)	3	3	3
Irlanda	3,1 (*)	1,4 (*)	2,0 (*)	-2,2 (*)	-2,5 (*)	-2,4 (*)	9,1 (*)	7,8 (*)	8,0 (*)	93,4	96,1	89,0	3	3	3
Italia	5,1	4,5	4,0	-9,5	-9,5	-9,6	13,7	11,2	10,5	108,4	118,6	123,7	0	0	0
Luxemburgo	3,2 (*)	3,6	2,2 (*)	0,3 (*)	1,1 (*)	1,3 (*)	7,9 (*)	7,3 (*)	7,4 (*)	6,0 (*)	7,8 (*)	9,2 (*)	4	3	4
Holanda	3,2 (*)	2,6 (*)	2,8 (*)	-3,9	-3,3	-3,8	8,1 (*)	6,4 (*)	6,9 (*)	79,9	81,4	78,8	2	2	2
Portugal	8,9	6,5	5,7	-3,3	-7,2	-6,2	16,0	9,2 (*)	10,6	61,7	66,9	70,4	0	1	0
Reino Unido	3,7 (*)	1,6 (*)	2,3 (*)	6,2	-7,8	-6,3	9,1 (*)	7,5 (*)	8,1 (*)	42,0 (*)	48,3 (*)	50,4 (*)	3	3	3
Austria	3,8 (*)	3,6	2,9 (*)	-2,0 (*)	-4,1	-4,4	8,3 (*)	6,6 (*)	6,7 (*)	56,1 (*)	57,0 (*)	58,5 (*)	4	2	3
Finlandia	4,3	3,8	1,5 (*)	-4,9	-7,2	-4,7	12,1	8,2 (*)	8,4 (*)	44,0 (*)	51,7 (*)	58,0 (*)	1	2	3
Suecia	2,6 (*)	6,2	3,2 (*)	-7,4	-13,3	-11,7	10,0 (*)	8,6 (*)	9,5 (*)	70,1	83,0	78,9	2	1	2
Media Eur-12	4,3	3,3	3,1	-5,0	-6,0	-5,6	8,3	7,9	8,4	60,8	66,1	68,9	—	—	—
Condición de Maastricht	3,9	2,9	3,6	-3,0	-3,0	-3,0	10,9	9,6	9,5	60,0	60,0	60,0	—	—	—

(*) Indicador situado dentro de las condiciones establecidas en los acuerdos.

(1) Los precios de consumo no deben superar en 1,5 puntos al que registren los tres países menos inflacionistas.

(2) El déficit de las administraciones públicas no debe superar el 3 por 100 del PIB.

(3) Los tipos de interés (bonos del Estado) no deben superar en dos puntos a los registrados por los países con un menor crecimiento del IPC.

(4) La deuda pública consolidada de las administraciones públicas no debe superar el 60 por 100 del PIB.

Fuente: EUROSTAT.

CUADRO NÚM. 2
PREVISIONES ECONÓMICAS EN LA UNIÓN EUROPEA (AÑOS 1995 Y 1996)

País	Crecimiento (Porcentaje variación del PIB)		Inflación (Evolución en porcentaje)		Paro (Porcentaje población activa)		Déficit (Porcentaje del PIB)	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Bélgica	2,3	2,6	1,6	2,4	10,0	9,1	4,5	3,9
Dinamarca	3,4	2,9	2,2	2,7	6,4	8,0	2,0	1,2
Alemania Unida	2,1	2,6	2,2	2,5	8,1	7,3	2,9	2,4
Alemania Occidental	2,5	2,2	2,0	2,4	6,3	6,0	1,8	2,0
Grecia	1,6	1,8	9,9	8,9	8,9	9,5	9,3	10,2
España	3,0	2,9	4,7	3,9	22,9	22,1	5,9	4,7
Francia	2,8	2,9	1,7	2,1	11,6	11,5	5,0	3,9
Irlanda	6,7	5,5	2,6	2,7	13,5	13,1	2,8	2,6
Italia	3,3	3,4	4,7	4,5	11,6	10,9	7,4	8,1
Luxemburgo	3,1	2,9	2,1	2,5	3,6	3,4	-0,4	1,5
Holanda	3,0	2,6	2,2	2,2	6,6	7,2	3,2	2,5
Austria	2,4	2,5	2,5	2,9	4,5	3,8	5,5	3,9
Portugal	2,7	3,2	4,2	4,5	7,2	6,3	5,4	4,7
Finlandia	4,8	4,2	1,3	3,3	17,1	14,6	5,4	1,1
Suecia	3,7	3,0	2,6	3,2	9,4	6,5	7,0	5,8
Reino Unido	2,6	2,8	3,3	3,0	8,6	7,8	5,1	2,9
Unión Europea	2,7	2,6	3,0	3,2	10,7	10,3	4,7	3,9
Límite de la UEME			3,0	3,7			3,0	3,0

Fuente: Comisión Europea.

to a la UEME a dos velocidades (o a más) de la que tanto se habla (21), y también lo parece que España pueda estar en la primera (22).

Incertidumbre que se ve acentuada por la recesión económica, las perturbaciones en los mercados de divisas y las propias políticas económicas de ciertos países miembros, entre ellos el nuestro, inadecuadas o insuficientes para el cumplimiento de los criterios de convergencia, entre otros factores, y que han dañado claramente la credibilidad de la unión económica y monetaria europea.

V. ¿INTERESA HOY LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA?

La Comisión de la CE, consciente de esta situación, publicó recientemente su *Libro Verde sobre las modalidades de transición a la moneda única* (23), dirigido no sólo a reducir la incertidumbre en torno a los costes generales de la transición hacia la UEME, sino también a ganar el apoyo de la opinión pública y a concienciar a los principales agentes económicos sobre la tarea que exige.

En él establece un proceso para la introducción de la moneda única, al que considera viable, respetuoso con el Tratado de Maastricht, sencillo, flexible y que supone el menor coste posible. Está dividido en tres etapas bien definidas, cuyo contenido aparece resumido en el cuadro núm. 3 (24).

Este *Libro Verde*, por otro lado, insiste en las ventajas tradicionalmente asociadas a la UEME (25):

a) Una moneda única elimina los costes de transacción inherentes a la existencia de varias monedas (gestión y cobertura de riesgos de cambio), lo que se traduce en unas menores cargas para todas las transacciones internacionales.

b) La unión monetaria elimina los riesgos e incertidumbres en el comercio internacional de bienes y servicios, colaborando a su expansión intracomunitaria.

c) La existencia de una moneda única facilita el proceso de inversión, que se dirigirá hacia el uso más rentable de los recursos de capital, sin desviaciones derivadas de los movimientos especulativos asociados a la posible variabilidad de los tipos de cambio (aspecto, este último, muy importante para un país como España, con escasez relativa de capital, que puede beneficiarse grandemente de la inversión extranjera si acierta a sanear y flexibilizar su economía para que constituya un campo atractivo para la inversión externa).

d) Una unión monetaria refuerza la credibilidad en el sistema, en el sentido de que afirma la apuesta de la política económica por la estabilidad y por la competitividad de sus productos, basada en la senda de los aumentos de la productividad y de la reducción de costes, renunciando a la trampa de las devaluaciones competitivas como medio de reducir el desequilibrio exterior.

Añadiendo algunas otras (26), en el sentido de que la UEME supondrá, por un lado, un estímulo al crecimiento económico y al empleo (27), porque la moneda única se inscribe en un marco económico

CUADRO NÚM. 3
ETAPAS PARA LA INTRODUCCIÓN DE LA MONEDA ÚNICA (*)

ETAPA A <i>Puesta en marcha de la UEM</i>	ETAPA B <i>Inicio efectivo de la UEM</i>	ETAPA C <i>Generalización de la moneda única</i>
<p><i>Al comienzo de la etapa:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — 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. <p><i>Durante la etapa:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — Intensificación de los preparativos y aplicación de las medidas adoptadas antes o, a más tardar, al comienzo de esta etapa. — Adoptar un marco jurídico que permita introducir la moneda única al inicio de la etapa B (condiciones de su uso y relaciones con las monedas nacionales; continuidad de los contratos y obligaciones legales; características de las monedas y billetes en euros...). — Crear en cada país una estructura nacional de supervisión del paso al euro. — Ídem por la comunidad financiera de un programa para su adaptación. 	<p><i>Al comienzo de la etapa:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — Fijación de los tipos de conversión. — El euro, moneda en sentido propio. — Política monetaria y cambiaria en euros. — Mercados interbancario, monetario y de capitales en euros. — Nuevas emisiones de deuda pública en euros. — Sistemas de pago al por mayor correspondientes en euros. <p><i>Durante la etapa:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — 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. — La moneda nacional seguirá siendo la más usada en las relaciones entidades financieras-clientes, así como por los consumidores. 	<p><i>Al comienzo de la etapa:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — Introducción de las monedas y billetes en euros. — 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 euro.
1 año como máximo	3 años como máximo	Varias semanas
<p>(*) En la cumbre de Madrid se fija el inicio de la etapa B el 1-1-1999 y el de la etapa C el 1-1-2002 a más tardar. Fuente: CE, <i>Libro Verde...</i>, op. cit., pág. 31, y elaboración propia.</p>		

sólido, en el que se contendrán los déficit públicos y se conseguirá la estabilidad de los precios, y por otro lado, un factor de estabilidad internacional, pues la Unión Europea es la primera potencia comercial del mundo y 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. Y 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 (28).

Son, pues, en efecto, ventajas muy importantes las que ofrece este proceso de integración económica, para cuya correcta valoración habría que tener también en cuenta la situación de los países miembros que no lograran participar en la UEME. Respecto a ellos, se ha estimado (29), entre otras cosas, que, en líneas generales, las divisas no participantes se considerarían monedas débiles, mientras que el euro se distinguiría como una moneda fuerte, lo que sin duda influirá en el comportamiento de todos los inversores, y se puede temer una mayor reticencia (incluso por parte de los residentes en los países no participantes) a comprar activos emitidos en una moneda no participante. Por otra parte, es verosímil suponer que las empresas in-

dustriales y comerciales de los países no participantes se inclinarán cada vez más hacia el euro como moneda de facturación de sus operaciones internacionales e incluso locales.

Por eso, las entidades financieras de los países no participantes se verán obligadas a ofrecer, además de sus servicios en moneda nacional, una gran gama de servicios en euros. Y verán perjudicadas sus posibilidades de competencia con las establecidas en los países participantes, dado que:

- no dispondrán de una base «doméstica» de financiación en euros;
- tendrán más dificultades para ofrecer servicios expresados en euros a un coste competitivo;
- corren el peligro de incorporarse con retraso al proceso de ajuste inducido, en los países participantes, por los efectos de escala de la UEM.

Además, los países que se queden fuera de la UEME no sólo perderán una oportunidad de mejorar su bienestar, sino que probablemente aumentará la volatilidad de su tipo de cambio, lo que incidirá negativamente en su comercio internacional y en el crecimiento de su producción y su empleo (30).

VI. CONVERGENCIA NOMINAL *VERSUS* CONVERGENCIA REAL PARA LA EFECTIVA INTEGRACIÓN EN LA UEME

Si, de acuerdo con lo expuesto hasta ahora, son muy importantes las ventajas que se derivan de la moneda única para los países que se integran en la UEME, y también los inconvenientes del no acceso a ella en 1999 para los países aspirantes, es decir, si efectivamente interesa la UEME, resulta imposible rechazar los criterios de convergencia nominal que el Tratado de Maastricht establece. Pero es que, además, la aplicación de dichos criterios resulta indispensable (31) para juzgar la situación de nuestra economía nacional y para mejorar su funcionamiento.

Ahora bien, la convergencia nominal a la que se refiere únicamente dicho Tratado, es decir, el cumplimiento de las condiciones de estabilidad macroeconómica ya citadas (en términos de inflación, déficit público, etc.), aunque necesaria, no constituye un requisito suficiente para lograr un acercamiento sostenido de la renta real por habitante española a la media comunitaria, que es como, en términos muy generales, se entiende la llamada convergencia real (32), para cuyo análisis se usan también otros indicadores muy diversos, como las cifras de desempleo, inversión, infraestructuras, gastos en I+D, etcétera (33).

Algunas de estas cifras aparecen recogidas precisamente en los cuadros núms. 4 y 5 para los quince estados miembros de la UE, y nos muestran unas diferencias reales muy importantes entre sus

respectivas economías. Así, por ejemplo, mientras que países como Luxemburgo, Dinamarca, Alemania, Austria y Suecia poseen un PIB por habitante sensiblemente superior a la media europea, otros, como Grecia y Portugal, no logran situarse más allá del 40 por 100 de ese mismo valor promedio.

Algo parecido cabe afirmar si se contempla la tasa de paro, que, como ya sabemos, tampoco se incluye entre las exigencias de Maastricht. En efecto, entre el 2,4 por 100 de Luxemburgo y el 24 por 100 de España se da un amplio abanico de cifras.

Las desigualdades se acentúan más aún si, eliminadas las fronteras entre los países comunitarios, descendiéramos al análisis detallado de la comparación de las regiones que conforman la Europa de los Quince. En efecto, si nos referimos a los estudios realizados antes de la última ampliación de la UE, puede verse que las diez regiones más atrasadas poseen un PIB que representa tan sólo el 44 por 100 de la media del conjunto de las regiones europeas, en tanto que las diez más avanzadas en el *ranking* alcanzan el 153 por 100.

En cuanto al paro, la situación es sensiblemente peor, pues mientras que las diez regiones menos favorecidas padecen un paro medio aproximado del 25 por 100 de la población activa, las diez mejores clasificadas apenas llegan al 3 por 100, lo que supone evidentemente una fuerte dispersión.

Estas diferencias reales existentes entre las economías comunitarias introducen también ciertas dudas sobre la construcción de la UEME, y el efecto que ésta puede tener sobre los países menos avanzados del bloque. Si tenemos en cuenta que la UEME supone, como ya vimos, un sistema de tipos

CUADRO NÚM. 4
INDICADORES ECONÓMICOS BÁSICOS DE LA UNIÓN EUROPEA (AÑO 1993)

País	Superficie (km ²)	Población (habitantes)	PNB (millones de dólares)	PNB (por habitante)	Estructura población activa			Estructura PNB		
					Agricultura	Industria	Servicios	Agricultura	Industria	Servicios
Alemania	356.755	80.770.000	1.902.990	23.560	6,4	42,4	51,2	3,0	45,0	52,0
Bélgica	30.513	10.060.000	213.430	21.210	2,6	28,4	70,0	2,0	31,0	67,0
Dinamarca	43.069	5.190.000	137.610	26.510	5,6	27,5	66,9	5,9	27,6	66,5
España	504.782	39.120.000	533.980	13.650	11,8	33,4	54,8	4,8	34,6	60,6
Francia	549.100	57.660.000	1.289.210	22.360	6,1	29,9	64,0	4,6	31,3	64,1
Grecia	131.944	10.380.000	76.690	7.390	24,5	27,4	48,1	16,0	28,0	56,0
Irlanda	70.283	3.570.000	44.900	12.580	15,7	28,7	55,6	9,0	35,0	55,4
Italia	301.300	57.850.000	1.134.980	19.620	9,0	32,4	58,6	4,2	35,3	61,5
Luxemburgo	2.586	400.000	14.233	35.850	3,2	30,7	66,1	2,3	30,0	67,7
Holanda	33.437	15.220.000	316.400	20.710	4,6	26,3	69,1	4,2	29,8	66,0
Portugal	92.389	9.850.000	77.740	7.890	17,8	34,8	47,4	5,1	39,2	55,7
Reino Unido	244.046	58.000.000	1.042.700	17.790	2,1	29,0	68,9	2,0	38,0	60,0
Austria	83.900	7.940.000	183.530	23.120	7,9	36,8	53,3	2,9	38,7	58,4
Finlandia	337.100	5.070.000	96.220	18.970	8,4	31,0	60,6	6,0	33,6	60,4
Suecia	449.900	8.710.000	216.294	24.830	3,3	29,2	67,5	3,4	33,2	63,4
Unión Europea	3.231.104	369.790.000	7.280.927	19.689	—	—	—	—	—	—

Fuente: Banco Mundial, OCDE y ATLASCO 1995.

CUADRO NÚM. 5
INDICADORES ECONÓMICOS COYUNTURALES DE LA UNIÓN EUROPEA (AÑO 1994)

País	Crecimiento real PIB (porcentaje)	Paro (porcentaje población activa)	Balanza c/c (millones de dólares)	Deuda pública (millones de dólares)	Reservas (millones de dólares) (*)
Alemania	2,8	9,6	- 25.200	51,0	79.897
Bélgica	2,3	12,6	13.000 (**)	140,1	11.171 (**)
Dinamarca	4,7	12,0	3.400	78,0	9.532
España	1,7	24,4	- 4.600	62,7	45.273
Francia	2,2	12,6	8.800	50,4	26.418
Grecia	1,0	9,7	800	121,3	6.815
Holanda	2,5	9,3	11.100	78,8	30.821
Irlanda	5,0	15,8	4.100	88,0	6.439
Italia	2,2	11,3	16.300	122,7	27.248
Luxemburgo	2,6	2,4	—	9,2	—
Portugal	1,0	6,8	- 1.200	70,4	16.324
Reino Unido	3,5	9,4	- 8.800	50,4	35.762
Austria	2,6	4,4	- 1.500	58,5	14.611
Finlandia	3,5	18,3	2.400	58,0	5.411
Suecia	2,3	7,9	2.100	92,9	18.192
Unión Europea	2,5	11,8	20.600	—	—

(*) Año 1993.

(**) Benelux.

Fuente: OCDE, FMI y ATLASCO 1995.

de cambio fijos, una política monetaria única a escala comunitaria y una coordinación cada vez mayor de las políticas presupuestarias, surge el interrogante de cómo eliminar a partir de estas políticas económicas convergentes las fuertes diferencias de niveles de renta y desarrollo existentes entre países, problema especialmente grave si se tiene en cuenta que el presupuesto comunitario es demasiado pequeño (ligeramente por encima del 1 por 100 del PIB comunitario). Por lo tanto, parece necesario un aumento del presupuesto central comunitario para que tenga una dimensión tal que permita lograr, eficazmente, una mayor cohesión económica y social dentro de la Unión Europea (34). Pero, al menos hasta el año 1999, los presupuestos están definidos y los gastos totales no superan ese porcentaje (35).

Por otro lado, de los análisis más recientes sobre la convergencia real de la economía española con las de los demás países miembros de la UE (36) podemos destacar las siguientes conclusiones fundamentales:

1) Todos los indicadores de convergencia real utilizados apuntan hacia un mismo hecho: las dificultades que tiene la economía española para converger hacia la media de sus socios europeos. Cabe señalar, en este sentido, por ejemplo, que la posición relativa de la renta per cápita española en el entorno de la UE se ha mantenido prácticamente inalterada durante los últimos veinticinco años, apreciándose incluso un deterioro de la situación de España cuando se examinan otros indicadores de la convergencia real, como la tasa de paro, sin que, además, la integración de nuestro país en la CE haya ejercido una influencia significativa a favor de la convergencia (aunque tampoco hay signos para pensar que ha ido en su contra).

2) En la raíz de los problemas de convergencia de la economía española, se encuentra un desfase de productividad, más acusado en términos de productividad laboral, y especialmente intenso en las manufacturas.

3) Entre los factores que explican los persistentes desniveles de productividad de España en relación con los estándares europeos, y, por tanto, los escasos logros en términos de convergencia real de nuestra economía en el seno de la UE, se encuentran las insuficiencias en las tasas de capitalización no sólo en lo que respecta al capital físico, sino también, y sobre todo, al capital tecnológico y a ciertas formas de capital humano e infraestructuras.

4) De lo anterior se deduce que el logro del objetivo de convergencia real de la economía española hacia los niveles de renta per cápita y las tasas de ocupación de los países más avanzados de la UE pasa por la imprescindible reducción de los desniveles en la dotación del *stock* de capital físico y de los activos intangibles señalados, lo que requiere, a su vez, la intensificación y el mantenimiento de las inversiones no sólo privadas, sino también públicas (estas últimas concentradas, lógicamente, en el desarrollo de aquellos activos que poseen más externalidades: capital humano, tecnología e infraestructuras).

5) Ahora bien, para que este necesario proceso inversor intenso y sostenido sea viable es primordial que se consiga un clima de estabilidad macroeconómica. Esta es, precisamente, la razón básica de que la «convergencia nominal» y la «convergencia real» no sólo puedan, sino que deban, ser objetivos compatibles y prioritarios, planteados conjun-

tamente, aunque cada uno con un distinto horizonte temporal (37).

6) La tendencia a la convergencia no se produce espontáneamente en respuesta a la liberalización de las transacciones entre los países miembros: son necesarias políticas de ámbito nacional y comunitario aplicadas a tal fin.

7) La política de cohesión económica y social que se viene aplicando en la UE, a fin de reducir los desequilibrios regionales entre sus países miembros, no resulta (a pesar de su creciente importancia e indudables ventajas para España) suficiente para contrarrestar las fuerzas hacia la concentración espacial de la renta en los países más avanzados de la Unión, originadas por el mercado y por las propias actuaciones de la política comunitaria en otros campos.

VII. LOS PRINCIPALES PROBLEMAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ACTUAL DE CARA AL EXAMEN DE MAASTRICHT

Intentar ofrecer una panorámica de la situación económica en España en los momentos actuales, así como de su evolución reciente, no constituye, en verdad, una tarea fácil si tenemos en cuenta, por una parte, el espacio reducido en el que vamos a llevar a cabo nuestro análisis, y si, por otra, consideramos la necesidad de descender al conocimiento detallado de los problemas y factores, coyunturales y estructurales, que caracterizan la realidad objeto de nuestra atención.

Para llevarla a cabo (38), comenzaremos, no obstante, con una breve descripción del comportamiento de la economía española desde el inicio de una fase de crecimiento, en 1985, hasta la consolidación

de la crisis, que se va fraguando cuando empieza la nueva década, y que conoce su punto álgido en el año 1993.

Tras ese breve ejercicio de análisis coyuntural, habrá que detenerse en el estudio de los principales factores y desajustes estructurales que han incidido en nuestra economía y que todavía, en gran medida, continúan afectando negativamente al desenvolvimiento de la misma (rigideces en el mercado de trabajo, el déficit presupuestario del sector público y su financiación, el problema de la inflación dual, así como los relativos a la competitividad internacional y el déficit comercial crónico). Con todo ello, se trata de profundizar en el conocimiento de los diferentes desequilibrios y de sus causas últimas, con el fin de aproximarnos a un diagnóstico más completo y acertado que nos permita esbozar posteriormente, en el próximo apartado de nuestra exposición, la terapéutica necesaria para superar, si fuera posible, «el examen de Maastricht».

1. Análisis coyuntural

El contenido del cuadro núm. 6 permite llevar a cabo el citado análisis de la evolución coyuntural de nuestra economía durante los últimos once años (1985-1995), período en el que se observan claramente dos fases bien distintas:

1) La etapa 1985-1990, de auge económico (39), con un importante crecimiento de la inversión (en torno al 14 por 100 anual en términos reales durante el trienio 1987-1989) y del PIB (superior al 5 por 100 anual en el mismo trienio), con un relevante descenso de la inflación (hasta el 4,6 por 100 en 1987, aunque incrementada al 6,5 por 100 en 1990) y con una destacable reducción también de la tasa de paro (del 21,1 por 100 en 1985 al 16,3 por 100 en 1990).

CUADRO NÚM. 6
EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: PERÍODO 1985-1995
(Porcentaje de crecimiento real)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (c)
PIB	2,6	3,2	5,6	5,2	4,7	3,6	2,2	0,8	-1,0	1,7	3,0
Consumo privado	3,5	3,3	5,8	4,9	5,7	3,6	2,9	2,1	-2,3	0,1	2,3
Consumo público	5,5	5,4	8,9	4,0	8,3	5,6	5,4	3,8	1,6	0,3	0,5
Inversión	6,1	9,9	14,0	13,9	13,6	7,1	1,7	-3,9	-10,4	-0,5	5,3
Demanda interna	3,4	5,4	8,1	7,0	7,8	4,7	2,8	1,1	-3,6	0,0	2,7
Exportaciones	2,7	1,9	6,3	5,1	3,0	3,2	7,9	8,7	8,8	16,5	10,7
Importaciones	7,9	14,4	20,1	14,4	17,3	7,8	9,0	6,6	-3,2	8,2	9,5
Índice precios consumo	8,2	8,3	4,6	5,8	6,9	6,5	5,5	5,3	4,9	4,3	4,3
Remuneración asalariado	9,4	9,5	6,7	7,1	6,4	8,8	7,9	10,5	7,3	5,3	3,5
Tasa de paro (a)	21,1	20,8	20,1	19,5	17,3	16,3	16,3	18,4	22,7	23,9	22,7
Déficit público (b)	-7,0	-6,0	-3,1	-3,3	-2,8	-4,0	-5,0	-4,5	-7,3	-6,9	-5,9
Déficit cuenta corriente (b)	1,3	1,6	0,0	-1,1	-3,0	-3,4	-3,2	-3,3	-1,1	-0,2	-0,2

(a) En porcentaje de la población activa.

(b) En porcentaje del PIB.

(c) Previsiones.

Fuentes: INE, UE, OCDE, Banco de España.

El déficit público, por otro lado, que en un principio había experimentado un notable empeoramiento, conoció una mejora espectacular en el mismo trienio 1987-1989, llegando a suponer tan sólo el 2,8 por 100 del PIB en ese último año. Por su parte, en la evolución del déficit por cuenta corriente sucede prácticamente lo contrario, pues a un período inicial con saldo positivo le sigue un proceso de creciente deterioro que culmina en el año 1990 con la cifra nada tranquilizadora del 3,4 por 100 del PIB (40).

2) La etapa 1990-1994, de recesión económica. En junio de 1989, tuvo lugar la entrada de la peseta en el SME, con la obligación de mantener el tipo de cambio respecto a las demás divisas en la banda del ± 6 por 100. A partir de ese momento, la política monetaria restrictiva, empeñada en doblegar la inflación, se encuentra con la necesidad de atender simultáneamente el frente exterior. Si a ello añadimos la ausencia total de política de rentas en un momento tan especialmente delicado, así como el desarrollo de una política presupuestaria caracterizada por el fuerte incremento del gasto público, tendremos, muy en síntesis, el panorama y contenido de la política económica en el trienio 1991-1993.

Volviendo al cuadro núm. 6, podemos comprobar los resultados de la misma, que se concretan en una caída intensa y constante de la inversión, de la demanda interna y, por ende, del producto interior bruto, acompañado todo ello de una vuelta a niveles cada vez más elevados de déficit público (41).

Por lo que respecta al sector exterior, la pérdida de competitividad de la economía española, debida a la apreciación de la peseta y a un aumento de los costes y precios internos sensiblemente superior al de nuestros socios comunitarios, se traduce en el mantenimiento de un déficit por cuenta corriente muy elevado durante los años 1990, 1991 y 1992. La desaceleración de la actividad económica, junto con la depreciación de la peseta en un 20 por 100 a lo largo de 1993, permite, sin embargo, corregir de forma importante esta tendencia, reduciéndose el desequilibrio exterior al 1,1 por 100 del PIB, aliviándose así la situación, aunque permaneciendo en un nivel todavía alto si se tiene en cuenta el comportamiento fuertemente recesivo de nuestra economía en ese año.

Pero lo que, sin duda, más hay que resaltar en este último período, y como consecuencia del desenvolvimiento de la crisis, es la cota alcanzada por el paro, que pasa de un 16,3 por 100 de la población activa en el año 1990 a un 24,4 por 100 estimado para 1994, exactamente el doble del que existe como promedio en la Unión Europea.

Los últimos meses confirman esta situación de nuestra economía, que intenta comenzar a salir de la recesión, pero que no parece conseguirlo claramente, persistiendo en ella los problemas de desempleo sin precedentes, inflación resistente a

bajar del 4 por 100 anual, consumo privado deprimido, y déficit público muy alto en porcentaje del producto interior bruto (42).

Ahora bien, como antes dijimos, para diagnosticar adecuadamente sobre esa situación hemos de analizar también con cierto detalle los factores y problemas estructurales que se encuentran en la base del panorama que estamos contemplando, y que pueden contribuir a explicar las razones que han conducido a él.

2. Problemas estructurales

El comportamiento general de la economía española se ha vuelto, en los últimos años, mucho más sensible que nunca a los desajustes estructurales que afectan al funcionamiento de sus mercados.

En efecto, si se compara, como antes hicimos, la evolución de las principales variables macroeconómicas de la economía española con las de las principales economías de su entorno, es fácil comprobar cómo en los últimos años ha aumentado el grado de sincronía con que tienen lugar las fases expansivas y contractivas de los ciclos económicos. Esta mayor dependencia de la coyuntura internacional evidencia el intenso proceso de apertura y reformas económicas —iniciado con el Plan de Estabilización de 1959 y culminado con el ingreso en la CEE en 1986— que ha venido experimentando la economía española. El resultado de toda esta serie de transformaciones estructurales configura una economía plenamente integrada en los principales mercados y circuitos económicos y financieros internacionales.

Esta inserción supone (43), entre otras cosas, que las empresas han de desenvolverse en un entorno mucho más competitivo, que si bien ofrece unas mayores posibilidades de crecimiento y convergencia real (*catching-up*) con respecto a las economías más avanzadas, también puede suponer un obstáculo para aquellas economías cuyas rigideces en sus mercados y disfunciones en sus instituciones económicas inhiban la iniciativa de los agentes económicos privados. Por esta razón, el comportamiento general de la economía española es, en este contexto, mucho más sensible a los desajustes estructurales que afectan al funcionamiento de sus mercados.

Sin ánimo de ser exhaustivo, se pueden distinguir cuatro fenómenos que están en la base de las principales rigideces y distorsiones que aún persisten en los mercados de bienes y factores españoles, y que contribuyen a dificultar la deseable estabilidad macroeconómica o, lo que es equivalente, a dificultar la consecución de un crecimiento económico sostenido en el largo plazo (44):

- Las rigideces en el mercado de trabajo.

- El déficit presupuestario del sector público y su financiación.
- El problema de la inflación dual.
- Los problemas de la competitividad internacional y el déficit comercial crónico (45).

a) *Las rigideces en el mercado de trabajo* (46)

El primer elemento a destacar en este ámbito es la existencia de importantes rigideces en la contratación y el despido, que se manifiestan a través de dos vías: la primera es la elevada cuantía de los costes de indemnización por despido; la segunda reside en los trámites administrativos y jurídicos que éste implica (como la obligatoriedad de la autorización administrativa previa para llevar a cabo despidos colectivos, o los pleitos en la Magistratura de Trabajo en que habitualmente derivan los despidos), lo que, en la práctica, suele encarecer notablemente el ajuste de plantilla por parte de las empresas, tanto en términos monetarios como de tiempo.

Un segundo elemento destacable, resultado en parte de las medidas tomadas en 1984 para flexibilizar la contratación, es la segmentación del mercado de trabajo. De hecho, se puede afirmar que, de acuerdo con la modalidad de contratación a que se pertenezca, existen en la actualidad en España tres tipos de trabajadores (o mercados de trabajo): trabajadores con contrato indefinido; trabajadores con contrato temporal, y trabajadores empleados en el sector informal (economía sumergida) de la economía.

Esta «flexibilidad desequilibrada» implica, entre otras cosas, que sean de hecho los trabajadores con contrato indefinido (o sus representantes sindicales) los que lleven el peso de las negociaciones salariales y de convenios colectivos (lo cual suele comportar presiones salariales excesivas, puesto que realmente quienes negocian son aquellos trabajadores cuyos empleos están en mayor medida protegidos por una legislación muy restrictiva).

Un tercer elemento a tener en cuenta es la reducida movilidad espacial y funcional del empleo (47). La consecuencia de esta falta de movilidad es, en el primer caso, la generación de importantes desajustes entre oferta y demanda de trabajo, así como una menor competencia entre trabajadores (desempleados o no) por las vacantes existentes; en el segundo caso, implica que ciertas empresas se vean perjudicadas por la existencia de rigideces en su organización interna, lo que puede mermar sus posibilidades para competir y adaptarse a unas condiciones cada vez más cambiantes en los mercados.

Por otra parte, una de las consecuencias más palpables de la rigidez que caracteriza al mercado de trabajo español es el elevado grado de inflexi-

bilidad que presentan los salarios reales. Una prueba de esta insensibilidad de los salarios reales a las condiciones de oferta y demanda imperantes en el mercado de trabajo se refleja en nuestra economía, en cuyos datos se aprecia cómo, a pesar del fuerte incremento de la tasa de paro que se registra a partir de 1991 (teniendo en cuenta, además, que se partía de una tasa de paro en dicho año de alrededor de un 16 por 100), los salarios reales han mantenido una evolución creciente, que tan sólo empieza a moderarse a mediados de 1993 (48).

Pero el análisis del fenómeno que se acaba de señalar (un elevado grado de inflexibilidad de los salarios reales) se puede complementar tomando como referencia otro aspecto del marco institucional que conforma el mercado de trabajo: el grado de centralización en las negociaciones laborales (49).

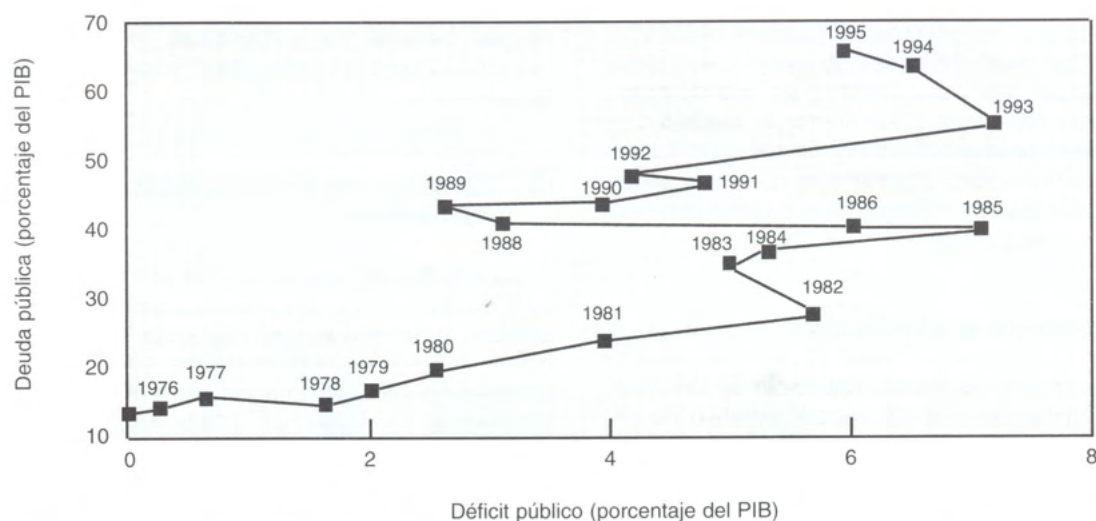
La evidencia empírica parece mostrar que lo más apropiado es cualquiera de los extremos existentes (grado máximo de centralización de las negociaciones, de un lado, o negociaciones a nivel de empresa, de otro), y lo menos, el término medio. Las negociaciones salariales descentralizadas y las muy centralizadas tienden a moderar las reivindicaciones salariales o, lo que es equivalente, ambos extremos se asocian con unos niveles de desempleo menores a los de los casos intermedios, caracterizados por el predominio de negociaciones laborales por sectores productivos o profesiones, como en el caso español (50).

Para finalizar, conviene recalcar que estas deficiencias que caracterizan al mercado de trabajo español están, en buena parte, detrás del excesivo crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) que ha venido registrando la economía española en los últimos años, en cuyas cifras se observa cómo la remuneración por asalariado ha venido creciendo a un ritmo muy superior al crecimiento de la productividad media por ocupado, lo que se ha traducido en unas tasas de crecimiento de los CLU muy superiores a los de la media de la UE (entre 1985 y 1993, los CLU crecieron en España un 21 por 100 más que la media de la UE). El lógico efecto negativo de este excesivo crecimiento de los CLU se ha traducido en tensiones inflacionistas, deterioro de la competitividad internacional vía precios (tan sólo recompuesta tras las sucesivas devaluaciones de la peseta que tienen lugar a partir de septiembre de 1992) y disminución de los márgenes empresariales.

b) *El déficit presupuestario del sector público y su financiación*

La evolución del déficit público español durante el período 1975-1995, bastante similar a la del resto de economías de la UE, se presenta en el gráfico 1, donde también se refleja el vínculo existente entre los déficit presupuestarios de cada período y el vo-

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO ESPAÑOL
(1975-1995)



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, *Síntesis Mensual de Indicadores Económicos*, y, para 1995, «Previsiones Económicas» de la CE, otoño 1995.

lumen de deuda acumulada. Un primer elemento que salta a la vista es que desde comienzos de los años ochenta parece surgir un déficit presupuestario de carácter estructural de alrededor de un 5 por 100 en relación con el PIB, que, como cabría esperar, se incrementa en las fases contractivas del ciclo, como sucede durante 1984-1985 o 1993-1994, y disminuye en las fases expansivas, como es el caso del período 1987-1989 (51).

La consecuencia lógica de un déficit público estructural elevado es el progresivo incremento del *stock* de deuda pública acumulada, que ya en 1994 representa un 63,5 por 100 del PIB, lo que lo convierte en un problema fundamental para la economía española.

Pero el problema del déficit presupuestario español no se puede contemplar como un fenómeno independiente del funcionamiento general del sector público. Por ello, conviene detenerse, aunque sea brevemente, en la consideración de algunos rasgos relacionados con éste.

En primer lugar, el gasto público total en España representaba un 45,1 por 100 del PIB en 1990, mientras que para la media de la UE dicha cifra era del 50 por 100. De aquí se infiere que el peso del sector público en la economía es similar en ambos casos. No obstante, esta cifra esconde un elemento diferencial digno de mención: entre 1975 y 1990 el peso del gasto público total ha pasado en España de un 25 a un 45,1 por 100, respectivamente, en tanto que en la UE ha permanecido prácticamente invariado. Ello se debe a que el sector público español ha estado sometido a un acelerado proceso

de transformación y modernización que ha afectado tanto a la parte del gasto como a la de los ingresos presupuestarios, y que ha provocado determinados desajustes entre ingresos y gastos que pueden haber repercutido negativamente sobre los saldos presupuestarios.

En segundo lugar, no conviene olvidar la fuerte tradición intervencionista que ha venido mostrando el sector público español durante todo este siglo, orientación que tan sólo parece suavizarse desde fechas muy recientes. Este rasgo tiene su contrapartida en un tipo de concepción por parte de los ciudadanos de lo que deberían ser las funciones del Estado que ayuda muy poco a la contención del gasto público.

En tercer lugar, hay que referirse al grado de eficacia con que el sector público realiza sus funciones. En esta línea, cabe señalar que si bien los documentos presupuestarios suministran una información detallada sobre los fondos dedicados a las diferentes partidas —como por ejemplo servicios generales, educación, sanidad, etc.—, no sucede lo mismo con la información relativa al coste efectivo con que se suministran dichos servicios, y, en este sentido, los recursos asignados a muchas de estas partidas no parecen corresponderse con los servicios que se reciben de ellas. A esto hay que añadir el coste de las duplicidades o solapamientos de servicios entre las diferentes administraciones, que aún persisten, y que son consecuencia del rápido proceso de descentralización política iniciado en 1978 (52).

Finalmente, es preciso destacar los problemas

que surgen en la fase de ejecución presupuestaria. En concreto, sobresale el problema de la «laxitud» en la ejecución del Presupuesto, consistente en el hecho de que, de manera recurrente, el gasto realizado supere sensiblemente al gasto presupuestado. Este fenómeno se hace posible en virtud de la facilidad con que los ministerios pueden recurrir al uso de partidas extraordinarias de gasto posteriores a la aprobación del Presupuesto. Este tipo de prácticas, además de dañar gravemente la credibilidad del documento presupuestario (y de las propias autoridades económicas), implica que, de forma sistemática, el déficit público registrado supere ostensiblemente al presupuestado.

c) *El problema de la inflación dual*

Ya vimos que la economía española se ve afectada por un problema de diferencial positivo de inflación respecto a la UE: incluso cuando —como en 1993— se atraviesa una fase de fuerte caída de la demanda interna, la tasa de inflación no disminuye lo suficiente como para acercarse a converger hacia las tasas que experimentan las economías centrales de la UE. Este insatisfactorio comportamiento del nivel general de precios se puede explicar, al menos en parte, teniendo en cuenta la agudeza con la que se presenta el problema de la inflación dual en España: las cifras que muestran la evolución en nuestro país de las tasas de inflación en la industria y los servicios españoles, para el período 1985-1994, medidas a partir del índice de precios al consumo para ambos componentes, ponen de manifiesto, en efecto, un comportamiento mucho más inflacionista en el sector servicios que en el sector industrial (53).

La explicación genérica del fenómeno de inflación dual es sencilla: normalmente, el sector industrial o manufacturero muestra una mayor capacidad (por razones tecnológicas) para incrementar la productividad media del trabajo que el sector servicios; por otra parte, aun en el hipotético caso de que no existiese ningún tipo de barrera legal al comercio, el sector servicios, por su propia naturaleza, suele estar menos expuesto a la competencia internacional que el sector manufacturero (54).

Este fenómeno —observable con carácter general para cualquier economía— se produce de una manera más acusada en el caso español, puesto que la reciente liberalización comercial de la economía española no ha afectado aún plenamente al sector servicios, mientras que sí ha afectado al sector industrial. En particular, es de destacar el escaso grado de competencia que todavía caracteriza a ramas de actividad como transportes, telecomunicaciones, determinados servicios relacionados con profesiones liberales y, en general, a los servicios suministrados por el sector público.

En definitiva, se observa, sobre todo a partir de

1987, una evolución de los precios industriales españoles en línea con la evolución de los precios internacionales, en tanto que los precios de los servicios parecen seguir una evolución independiente y alcista. Por esta razón, la convergencia en tasas de inflación con los países centrales europeos pasa necesariamente por la liberalización y el fomento de la competencia en numerosos sectores de la rama de servicios.

d) *Los problemas de competitividad internacional*

Que reclaman una constante atención a la evolución de los costes, los precios relativos y el tipo de cambio, pero que exigen, además (55), el despliegue de medidas que puedan beneficiar la capacidad competitiva de nuestra agricultura, nuestra industria y nuestros servicios con actuaciones que favorezcan el acceso a nuevas tecnologías y su difusión en el tejido productivo español; con mejoras en la calidad de los productos, en su diseño, en la política de marcas y en el desarrollo de la comercialización; actuaciones sectoriales...

La consecuencia más evidente de esta baja competitividad internacional de la industria española es el problema del déficit comercial crónico, el cual, en última instancia, juega el papel de factor limitativo o «restricción externa» al crecimiento de la economía española.

VIII. LÍNEAS FUNDAMENTALES PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA ESPAÑOLA DE LOS PRÓXIMOS AÑOS

Estas actuaciones de nuestra política económica han de partir inevitablemente del diagnóstico efectuado en los apartados anteriores sobre la realidad actual de nuestra economía, que, en resumen, podemos exponer así (56):

1) La existencia de un cierto porcentaje de paro estructural y tecnológico como consecuencia de la natural y progresiva sustitución de trabajo por capital.

2) Importante componente también de paro «keynesiano», debido a la caída de la demanda agregada, y principalmente de la inversión, resultado en gran medida de los elevados tipos de interés mantenidos en los últimos años.

3) Existencia, asimismo, de un componente muy significativo de paro «clásico» provocado por las tasas elevadas de aumento de los salarios reales.

4) Acentuado déficit de la balanza por cuenta corriente, resultante, de manera previsible, de nuestra incorporación a la Comunidad Europea, en una

primera fase, y de la pérdida de competitividad a causa de nuestros mayores precios y costes interiores, y del comportamiento de la peseta, en la etapa más reciente.

5) Empeoramiento del déficit público de manera notable a partir del año 1990, respondiendo, como ya señalamos, al ciclo recesivo de la economía española. Un déficit estructural que obstaculiza la inversión privada, que provoca tipos de interés más altos que los de nuestros competidores y que tiene su origen en el excesivo gasto público (57), fundamentalmente gasto corriente, que genera tensiones inflacionistas con graves consecuencias para nuestras exportaciones.

6) Mantenimiento de una inflación diferencial, resistente a la baja, que reduce nuestra competitividad, y que es consecuencia de la asimetría ya comentada en el comportamiento de los sectores económicos, y más concretamente en el sector servicios, en el que los mayores costes se trasladan sin dificultad vía precios. A lo que hay que añadir nuestros mayores costes financieros, como ya sabemos, y que ha constituido una constante fundamental de nuestra economía, así como el impacto de la política fiscal expansiva.

7) Rigideces y defectos estructurales en los mercados de bienes, factores y servicios, en el sentido y con el alcance que hemos planteado al abordar el apartado previo de nuestro trabajo.

La pregunta que inmediatamente nos hacemos, a la vista de este diagnóstico-resumen (y del análisis previo más detenido), es, obviamente, si nuestra economía tiene posibilidades de acceder, el 1 de enero de 1999, a la tercera fase de la UEME.

Lamentablemente, si tenemos en cuenta también la difícil situación actual, hemos de ser pesimistas (58) sobre la posibilidad de que España cumpla las condiciones de convergencia nominal de Maastricht (y mucho más pesimistas sobre la de su necesaria convergencia real). Las cifras actuales de inflación, déficit público, etc., como antes vimos, ya producen de por sí bastante pesimismo; un pesimismo que la hipotética (y dudosa) buena voluntad de la UE al juzgarlas en 1998 (59) sólo ayuda a reducir, pero que la situación política actual vuelve a incrementar, comenzando por su impacto sobre los Presupuestos para 1996 y continuando con las dudas que plantea sobre la capacidad de nuestras autoridades para llevar a cabo las necesarias reformas estructurales en nuestra economía (60).

En cualquier caso, y en nuestra opinión, a la vista también de las ventajas ya expuestas de la UEME, así como de los riesgos igualmente señalados de quedarnos fuera de ella, esas escasas posibilidades hay que agotarlas, porque con ello nos aproximaremos de todas formas a mejorar la situación actual de nuestra economía nacional.

Las líneas fundamentales del programa de políti-

ca económica necesario, desde nuestro punto de vista, para ello, podríamos concretarlas en las siguientes (61):

1) Un importante cambio en el sentido reciente de nuestra política mixta fiscal-monetaria, de carácter coyuntural, que haga a esta última menos restrictiva para ayudar a bajar los tipos de interés (posibilitando así la recuperación de la inversión, y el crecimiento de la renta y del empleo, y disminuyendo, de ese modo, el componente o porcentaje de paro keynesiano), y que haga a la política fiscal más restrictiva para reducir el déficit público.

En efecto (62), si en la situación actual, de mayor flexibilidad de los tipos de cambio, se cambiase el signo de ambas políticas macroeconómicas y se hiciera mucho más contractiva la política fiscal, y menos restrictiva la política monetaria, sería posible, teóricamente, crecer con mayor rapidez y con menores desequilibrios. La política fiscal contractiva reduciría los tipos de interés a largo plazo, y la política monetaria más acomodante reduciría los tipos de interés a corto plazo, se produciría un déficit de la balanza de capitales que podría más que compensar el menor déficit corriente derivado de la contracción fiscal y, por tanto, una ligera depreciación del tipo de cambio.

Los menores tipos de interés permitirían, por su parte, una recuperación de la inversión y del consumo que contrarrestaría el impacto negativo de la restricción fiscal, y la depreciación del tipo de cambio (dentro de las bandas actuales del 15 por 100) resultaría en una recuperación de las exportaciones, mejorando tanto el crecimiento de la demanda interna como el de la demanda exterior y, por tanto, el de la renta y el del empleo (63).

2) Una imprescindible política fiscal estructural que, para cambiar el inadecuado comportamiento de nuestras administraciones públicas en los últimos años (caracterizado, como hemos visto, por el crecimiento explosivo de los gastos públicos, un gran incremento de los impuestos, y un déficit público continuado, que ha hecho crecer mucho las cifras de deuda pública y las cargas por intereses para atenderla), debe orientarse en cuatro exigentes direcciones (64): en la del control y reducción del gasto público y en la mejora de su eficiencia; en la de orientar la imposición en favor de la eficiencia y del ahorro; en la de arraigar la corresponsabilidad fiscal de las haciendas territoriales como filtro de su gasto y freno de su déficit, y en la de restaurar las virtudes democráticas del Presupuesto, convirtiéndolo en un instrumento fiable de previsión y en un mecanismo eficiente de control.

3) Una política de rentas siempre necesaria cuando, como en nuestro caso, un alto porcentaje de paro acompaña a un proceso inflacionista. Con la aplicación de este instrumento, especialmente imprescindible cuando no se han cometido las reformas estructurales que requiere el sistema econó-

mico, se «descarga» a la política monetaria de parte de su responsabilidad en la tarea de alcanzar la estabilidad de precios.

4) Flexibilidad en el mercado de trabajo, con el fin de superar o atenuar las rigideces que ya expusimos (65).

5) Disminución del poder de monopolio de empresas y sindicatos, con medidas que deberían evitar el excesivo proteccionismo y los subsidios generosos, así como el soporte público de los precios agrícolas, tratando de defender la competencia mediante las leyes *anti-trust*, por lo que se refiere a las empresas, y de suavizar el poder de monopolio de los sindicatos con el apoyo de una política de rentas pactada, contando, obviamente, con la participación directa del gobierno (66).

6) Mantenimiento de una banda amplia en la fluctuación de los tipos de cambio, o, dicho con otras palabras, renuncia al mecanismo de los tipos de cambio fijos, con el fin de evitar la inoperancia que ello comporta para la política monetaria, al existir, simultáneamente, plena movilidad internacional de capitales financieros, al menos hasta que se despeje el horizonte de la unión económica y monetaria.

7) Reformas estructurales en los mercados de servicios para conseguir una mayor competencia y una mayor liberalización, que posibiliten el logro de la estabilidad de precios, y que contribuyan a la desaparición de la actual inflación diferencial.

8) Generación de «expectativas autorrealizables» que permitan combatir la desconfianza de los agentes económicos respecto a la capacidad de las autoridades para llevar a cabo las reformas mencionadas, y de poner en funcionamiento y mantener la política económica que hemos esbozado.

Todo ello con un plan de acción a medio plazo coherente y realista, y expuesto claramente a la sociedad por sus responsables políticos, pidiéndole el necesario consenso social y que asuma los inevitables sacrificios que la solución de nuestros problemas económicos comporta, problemas importantes pero no insolubles, que requieren, no obstante, ideas claras y decisión, voluntad y capacidad política para resolverlos (67).

NOTAS

(1) Destacados de forma generalizada en la literatura especializada en estos temas durante los últimos años. Véase J. A. PAREJO GÁMIR, «Hacia un nuevo enfoque de la política financiera», *Actualidad Financiera*, núm. 12, marzo 1995, páginas 343 y siguientes.

(2) Además, en este mismo ámbito general, se ha intensificado el divorcio economía real-economía financiera y, dentro de la primera, ha venido continuando el trasvase de actividad del sector industrial al sector servicios, readaptándose la demanda por países y sectores. Véase, en este sentido, C. EGEA, «Aproxí-

mación estratégica al sector de cajas de ahorros en España», en E. BUENO y J. M. RODRÍGUEZ ANTÓN (coords.), *La banca del futuro: un desafío para el 2000*, BCH-Pirámide, Madrid, 1995, página 181.

(3) Este aumento de la cultura económica se ha traducido, entre otras cosas, en una mayor sensibilidad a las diferencias de precios y en demandas de mejora creciente en la calidad de los productos. Y se une a la mayor apreciación relativa del tiempo por parte de los ciudadanos en las sociedades modernas (provocada, sobre todo, por la mayor complejidad de la vida ciudadana y la progresiva incorporación de la mujer al trabajo), entre otras cosas. Véase J. M. AMUSÁTEGUI, «La banca del futuro», en E. BUENO y J. M. RODRÍGUEZ ANTÓN (coords.), *ibidem*, págs. 39-40.

(4) A la que los procesos de integración económica, como los de la CE y la UEME, sobre todo, contribuyen, obviamente, en gran medida.

(5) Véase A. TORRERO, «La vulnerabilidad de los sistemas bancarios», en L. FERNÁNDEZ DE LA BUELGA e I. EZQUIAGA (coords.), *El sistema financiero español ante el Mercado Único*, Fundación B. Herrero-Civitas, Madrid, 1993, págs. 83 y siguientes.

(6) Véase J. R. QUINTÁS, «Tecnología y estrategia en la banca de fin de siglo», *Papeles de Economía Española*, núm. 58, 1994, págs. 174 y siguientes.

(7) Véase L. A. ROJO, «Los mercados financieros internacionales», *ABC*, 15 de mayo de 1995, pág. 47.

(8) Véase E. MATA, «La sobreinformación financiera, la tempestad y la calma», *ABC*, 12 de junio de 1995, pág. 46.

(9) Véase BANCO DE ESPAÑA, *Informe Anual 1994*, Madrid, 1995, pág. 15.

(10) Véase L. A. ROJO, «Los mercados financieros...», *op. cit.*, pág. 47.

(11) Véase OCDE, *Economic Outlook*, París, 1995, con referencia explícita a las políticas de reducción del déficit público.

(12) Recordemos, no obstante, que el Tratado de Roma ya había sido modificado con la aprobación del Acta Única Europea de 1987. Véase, para un mayor detalle, el núm. 52-53 (1992) de *Papeles de Economía Española*, monográfico sobre «La batalla de Maastricht y los problemas de la economía española».

(13) Véase un análisis más detenido en A. CALVO, «El proceso hacia la UEME», I Congreso de Alumnos de Economía Española ante la crisis, Cámara de Comercio, Toledo, 1995, páginas 39-56.

(14) Véase el texto del propio Tratado de Maastricht.

(15) Estos dos criterios aparecen así concretados en los protocolos al Tratado de la UEME. Sin embargo, en el Título VI de éste aparecen más genéricos y matizados, exponiéndose que se pueden sobrepasar esos límites siempre que ambos indicadores reflejen valores próximos y que se acerquen a ritmo satisfactorio. Véase un mayor detalle en B. SANZ, «Las exigencias sobre las finanzas públicas impuestas por el Tratado de la Unión Europea», *Economistas*, núm. 64, 1995, págs. 292-304.

(16) Hay que recordar, sin embargo, que en agosto de 1993 se ampliaron las bandas de fluctuación al ± 15 por 100 para todas las monedas del mecanismo de cambios del SME, como consecuencia de las convulsiones monetarias internacionales y, más concretamente, de las devaluaciones de la libra irlandesa, el escudo y la peseta en los meses anteriores. En cualquier caso, pues, esta condición tendrá que reconsiderarse o redefinirse cuando se acerque la última fase de la UEME.

(17) La gran innovación económica de los acuerdos de Maastricht fue precisamente la de poner fechas, definir condiciones y programar las instituciones para realizar la unión monetaria europea. Desde la firma del Tratado, se supo que el cambio irreversible de las divisas europeas, a través de la creación de la moneda única, llegaría a su plazo límite un año antes del fin del siglo (1999); que el ingreso de los países europeos comunitarios

debería cumplir con unos criterios de convergencia definidos y cuantificados, y que un banco central europeo aplicaría la política monetaria de la Unión. Véase «Introducción Editorial», *Papeles de Economía Española*, núm. 52-53, *op. cit.*, pág. XV.

(18) En la reunión informal previa de ministros de Economía de los Quince, celebrada en Valencia el 30 de septiembre de 1995, se acordó ya transmitir a la opinión pública el propósito unánime de acceder definitivamente a la moneda única el 1 de enero de 1999, y de cumplir los criterios de convergencia para hacer posible este calendario.

(19) En el cuadro núm. 1, puede verse la situación de la Europa de los Quince, y cómo los tres nuevos estados miembros muestran, en general, un grado satisfactorio de cumplimiento de los requisitos finales.

(20) Los propios datos a septiembre de 1995, dados a conocer por la Comisión Europea y recogidos por la prensa el 23 de noviembre, varían poco las conclusiones previas. Según estos datos, sólo Alemania y Luxemburgo cumplían todos los requisitos de convergencia; Dinamarca, Francia e Irlanda cumplían todos menos uno; Bélgica, Holanda, Austria, Finlandia y Gran Bretaña no cumplían dos de ellos; Suecia dejaba de cumplir tres, y España, Grecia, Italia y Portugal no cumplían ninguno.

(21) Véanse C. MOLINAS, «¿Es posible un núcleo duro monetario en la Unión Europea sin la participación de España?», *ABC*, 17 de septiembre de 1995, y G. P. BISHOP, «¿Continúa viva la UEM?», *Situación*, núm. 1, 1995, págs. 73 y sigs.; véase también, al respecto, N. GARCÍA SANTOS, «El debate sobre la Unión Monetaria», *Cinco Días*, 29 de septiembre de 1995, quien destaca además la gran sensibilidad actual de los mercados financieros a las expectativas sobre la UEME, en línea con las características de estos mercados que ya resaltamos en el apartado anterior de nuestra exposición.

(22) Véase la intervención pesimista del Gobernador del Banco de España en el Congreso de los Diputados el 23 de octubre de 1995.

(23) Bruselas, 31 de mayo de 1995.

(24) La antes citada reunión del 30 de septiembre de 1995, en Valencia, de los ministros de Economía y Finanzas de los países de la UE permitió aprobar informalmente estas etapas, fijando el 1 de enero de 1999 como fecha para la segunda y el 1 de enero del año 2002 para la tercera.

Por su parte, el IME, en un informe sobre este mismo tema aprobado el 14 de noviembre de 1995, ratificó lo expuesto en el *Libro Verde* de la Comisión, con mínimas matizaciones, produciéndose la aprobación definitiva del citado proceso hacia la moneda única en la cumbre de Madrid de diciembre del mismo año. Véase Banco de España, «El Consejo Europeo de Madrid y la UEME», *Boletín Económico*, diciembre, 1995, págs. 49-54.

(25) Véase la «Introducción Editorial», ya citada, del núm. 52-53 de *Papeles de Economía Española*, págs. XVI y XVII.

(26) Véase Comisión de la CE, *Libro Verde...*, *op. cit.*, páginas 11-12.

(27) Dos informes de la UE, uno de la Comisión Europea y otro del Comité de Política Económica, presentados a la prensa el 23 de octubre de 1995, coinciden en señalar en este punto que la aplicación rigurosa de los planes de convergencia y la marcha hacia la unión económica y monetaria (UEM) permitirá un crecimiento anual de la economía de los Quince superior al 3 por 100 hasta el año 2000, y crear 11 millones de empleos, con lo cual la UE podrá reducir su tasa de paro del 10,7 por 100 al 7,5 por 100 en los próximos cuatro años.

(28) Véase L. RODRÍGUEZ SÁIZ y J. A. PAREJO GÁMIR, «El sistema financiero español ante su futuro en el marco de la UEME», *Jornadas de Política Económica*, Universidad de Alcalá de Henares, diciembre de 1995, para un análisis detenido del impacto de la UEME sobre nuestro sistema financiero.

(29) Véase O. MAS, «Los bancos ante el calendario de la UEM», *Situación*, núm. 1, 1995, pág. 164.

(30) Véase R. PAMPILLÓN, «¿Estará España en la Unión Económica y Monetaria?», *Expansión*, 6 de noviembre de 1995, página 30.

(31) Véase de nuevo «Introducción Editorial», *Papeles de Economía Española*, núm. 52-53, *op. cit.*, pág. XXIV.

(32) O cohesión económica y social, como se denomina en la terminología comunitaria. Véase C. MARTÍN, «La convergencia real en Europa: un referente clave para la política económica española», *Papeles de Economía Española*, núm. 63, 1995, páginas 2-3.

(33) Véase A. CALVO, «El proceso hacia...», *op. cit.*, páginas 55-56, para una dura crítica al olvido en el Tratado de la UEME de esta convergencia real.

(34) Véase L. LÁZARO y G. CORDERO, «La política de cohesión económica y social de la UE: evaluación desde la perspectiva española», *Papeles de Economía Española*, núm. 62, 1995, páginas 335 y sigs., para un análisis más detallado.

(35) Véase A. FERNÁNDEZ DÍAZ; J. A. PAREJO GÁMIR, y L. RODRÍGUEZ SÁIZ, *Política económica*, McGraw-Hill, Madrid, 1995, página 483.

(36) Análisis recogidos en el núm. 62 de 1995, ya citado, de la revista *Papeles de Economía Española*. Véase su «Introducción Editorial», págs. XIV-XV especialmente.

(37) En suma, la convergencia nominal es condición necesaria, pero no suficiente, para la convergencia real: «El corto y medio plazo se juega en el campo de la estabilidad de precios, pero el largo plazo, además de la estabilidad, requiere de una mejora en la dotación y calidad de los recursos productivos...» Véase J. SEGURA, «Perspectivas de la economía española», *Economistas*, núm. 64, 1995, pág. 77.

(38) Un análisis más detenido puede verse en nuestra obra con los profesores A. FERNÁNDEZ DÍAZ y L. RODRÍGUEZ SÁIZ, *Política económica*, ya citada, capítulo 15.

(39) Un auge al que contribuyó el cambio de orientación de la política económica de nuestras autoridades.

En efecto, el 30 de abril de 1985 se publica el Real Decreto-Ley 2/1985, sobre medidas de política económica, y el Real Decreto 629/1983, sobre régimen de retenciones en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Las nuevas disposiciones suponían, entre otras medidas, rebajar los tipos de retenciones aplicables a los rendimientos del trabajo personal, libertad de amortización para las inversiones iniciadas en 1985 y 1986, desgravaciones por inversión en vivienda, supresión del límite a la deducción en el impuesto sobre sociedades por creación de empleo, desgravación de la inversión de los trabajadores en la propia empresa, bonificación en la cuota empresarial a la seguridad social para incentivar la contratación de jóvenes, liberalización de la normativa sobre inversiones extranjeras, supresión de la prórroga forzosa en los contratos de arrendamientos urbanos y libertad de horarios comerciales.

Véase A. FERNÁNDEZ DÍAZ; J. A. PAREJO GÁMIR, y L. RODRÍGUEZ SÁIZ, *Curso de Política Económica*, AC, 2.ª ed., Madrid, 1993, páginas 680-684.

(40) A la vista de estos resultados, que sin duda alguna presentaban un balance positivo, conviene hacer algunas consideraciones que pueden ser ilustrativas a efectos de reflexiones ulteriores.

En primer lugar, hay que destacar que la notable caída del paro se produce como consecuencia del elevado crecimiento de la inversión y de la renta, poniendo de relieve que ésta constituye una exigencia indiscutible para combatir este tipo de desequilibrio, sin perjuicio de otras medidas y acciones a las que más adelante nos referiremos. En segundo lugar, que la fase de crecimiento de la economía, con unas tasas todavía altas de varia-

ción de los activos líquidos en manos del público (ALP), resulta compatible, en principio, con una caída del ritmo de inflación, aunque a partir de 1989 la tasa vuelve a crecer debido al mecanismo de las expectativas y al debilitamiento o falta de decisión de la política económica como consecuencia de la huelga general del 14 de diciembre de 1988, que frustra la puesta en marcha de importantes proyectos de reformas estructurales aún pendientes. Por otro lado, en tercer lugar, tampoco hay que olvidar al comentar esta fase de expansión la influencia positiva del entorno económico internacional, con los *shocks* favorables del momento, aunque sin dejar de señalar que el PIB de la economía española creció a un ritmo doble del promedio del de los países comunitarios.

Véase A. FERNÁNDEZ DÍAZ y J. A. FERNÁNDEZ CORNEJO, *La economía española: diagnóstico y terapéutica de una crisis*, Éditions Hispaniques, núm. 12, París, 1994.

(41) Véanse también J. CASARES, «Reflexiones sobre la política económica española en la última década», en la obra colectiva ya citada *España ante la crisis*, págs. 99 y sigs.; y L. RODRÍGUEZ SÁIZ, y J. PAÚL, «España 1982-1993: luces y sombras de un ciclo económico», en A. FERNÁNDEZ DÍAZ (coord.), *Crecimiento económico y empleo*, Ed. CEURA, Madrid, 1995, págs. 491 y siguientes.

(42) En el cuadro núm. 6 figuran datos y estimaciones para diciembre de 1995 de las variables consideradas.

(43) Véase A. FERNÁNDEZ DÍAZ y otros, *Política Económica*, op. cit., pág. 490.

(44) La «Introducción Editorial», ya citada, al núm. 52-53 de *Papeles de Economía Española*, pág. XXXIV, se manifiesta en términos parecidos, añadiendo la propensión al intervencionismo discrecional de los poderes públicos en la economía.

(45) Añadamos al respecto que una parte considerable de esos desajustes estructurales de la economía española son comunes al resto de los países de la UE. En tales casos, los «factores diferenciales» propios de la economía española consisten en que los mismos desajustes estructurales —y sus repercusiones sobre los diferentes agregados macroeconómicos— se presentan con una mayor intensidad.

(46) Un análisis detallado de las principales rigideces y problemas estructurales que afectan al mercado de trabajo español puede encontrarse en trabajos como los de J. L. MALO DE MOLINA, «Política de empleo y reforma del mercado de trabajo», *Estudios de la Fundación FIES*, 1986; S. BENTOLILA, «El paro en España: mirando al futuro», *Boletín Económico* del Banco de España, febrero 1990; o J. F. JIMENO, y L. TOHARIA, «El mercado de trabajo español en el proceso de convergencia hacia la Unión Económica y Monetaria Europea», *Papeles de Economía Española*, núm. 52-53, 1992.

(47) Entre las causas que habitualmente se esgrimen para justificar la escasa disposición de los trabajadores a cambiar de región o sector productivo por motivos de trabajo se pueden señalar la descentralización política, que ha podido favorecer una actitud de mayor apego a las regiones de origen; la percepción por parte de los trabajadores de un clima económico menos favorable y con menos oportunidades de mejora en otras áreas geográficas o en otros sectores, o la mejora en las prestaciones por desempleo, en la medida en que éstas disminuyen el estado de precariedad asociado con la persistencia en la situación de desempleo en el área geográfica de residencia.

En lo relativo a la movilidad funcional, o polivalencia de un mismo empleado para desempeñar distintas tareas en la misma empresa, es de destacar la supervivencia de regulaciones sectoriales de carácter anacrónico, como «las ordenanzas laborales» (actualmente en fase de derogación), o la existencia aún de determinadas trabas innecesarias al acceso a ciertas profesiones.

(48) Un fenómeno que puede contribuir a explicar un rasgo tan preocupante como éste es el elevado porcentaje de parados de larga duración existente en España (más del 50 por 100 del total de desempleados en 1994 llevaba en esta situación más de

un año). Como es bien sabido, este subgrupo de desempleados, debido a factores como pérdida relativa de cualificación, desánimo ante una situación de desempleo persistente, etc., tienen menos probabilidades de hallar un nuevo empleo que el resto de desempleados y, de hecho, ejercen una influencia muy escasa sobre los procesos de determinación de salarios en el mercado de trabajo.

(49) Para un análisis de este rasgo institucional del mercado de trabajo, véanse M. BRUNO y J. SACHS, *Economics of worldwide stagflation*, Basil Blackwell, Oxford, 1985; L. CALMFORS y J. DRIFFIL, «Bargaining structure, corporatism and macroeconomic performance», *Economic Policy*, núm. 6, 1988; R. B. FREEMAN, «Labour market institutions and economic performance», *Economic Policy*, núm. 6, abril 1988; R. LAYARD, «Mercado de trabajo y capital humano: el desempleo en Europa», *Revista de Economía*, núm. 4, 1990.

(50) Esta conformación institucional de las negociaciones salariales podría contribuir (sobre todo en una economía con sindicatos fuertes, como es la española) a preservar la idea tradicional de que el papel de los sindicatos consiste en «luchar» por mantener o aumentar la participación del trabajo en la renta nacional, ignorando el estrecho vínculo existente entre excedentes empresariales, inversión y crecimiento de la productividad, y sus efectos últimos sobre el incremento en la renta, salarios y empleo.

Este entorno no favorecería el consenso ni la responsabilidad, sino el conflicto; fomentaría que los sindicatos actuaran movidos principalmente por la defensa de ideas como «derechos adquiridos», «conquistas sociales», etc. (lucha de clases), y no por la necesaria adaptación a las diferentes perturbaciones y cambios estructurales que tienen lugar, cada vez con más fuerza, en las economías modernas e internacionalizadas; aspecto este que interesa por igual a ambas partes (trabajadores y empresarios).

(51) Véanse los trabajos de M. LAGARES y de J. M. GONZÁLEZ PÁRAMO y J. M. ROLDÁN, especialmente, incluidos en el ya citado número 52-53 de *Papeles de Economía Española*.

(52) Véase V. VALLE, «La eficacia del gasto público en España», *Papeles de Economía Española*, núm. 52-53, 1992, páginas 197-198, para quien constituye una necesidad inaplazable una política de mejora de la eficacia productiva de las administraciones públicas en España, política que incluye las siguientes medidas:

a) A largo plazo, es necesario avanzar en la introducción paulatina de sistemas de diseño y control presupuestario que transferían a la producción pública los criterios de eficiencia característicos del mundo empresarial, introducción que ha de combinar la flexibilidad en su funcionamiento con el necesario respeto a la legalidad característico del mundo presupuestario público. En este sentido, hay que tender a la aplicación de la presupuestación por programas, que incorpora técnicas de análisis económico a los proyectos de gastos, al estímulo de la competencia entre sectores —dentro y fuera de la Administración— y al paulatino cambio de la tradicional mentalidad que está detrás de la inercia burocrática expansiva.

b) A corto plazo, la Administración pública española deberá vigilar, cuidadosa y restrictivamente, la evolución del empleo público y de los costes salariales, así como contemplar críticamente la dualidad entre la necesaria provisión de servicios públicos y la más debatible producción de dichos servicios, con base en criterios de racionalidad económica. También deberá definir con claridad las unidades responsables del gasto público con criterios productivos.

(53) Sobre este problema de carácter estructural, véase, por ejemplo, J. VIÑALS, «El reto europeo: riesgos y oportunidades para la economía española», *Papeles de Economía Española*, número 57, 1993. Véanse también los artículos de J. L. RAYMOND, A. ARGANDOÑA y M. DE FRANCISCO-B. MATEOS en el número 52-53 de dicha revista.

(54) Quizá sea más exacta la distinción entre «bienes co-

mercantilizables» y «bienes no comercializables» (internacionalmente), en lugar de la distinción entre «industria» y «servicios», puesto que ni todas las manufacturas compiten directamente con el resto del mundo ni todos los servicios están necesariamente protegidos de la competencia internacional. Por ejemplo, dentro de la rama de servicios, el sector turístico español se enfrenta a un significativo grado de competencia internacional.

(55) Véanse los trabajos de J. J. DOLADO y J. VIÑALS; I. MAULEÓN y C. MARTÍN en el núm. 52-53 de *Papeles de Economía Española*, págs. 332 y siguientes.

(56) Véase A. FERNÁNDEZ DÍAZ, J. A. PAREJO GÁMIR y L. RODRÍGUEZ SÁIZ, *Política económica*, op. cit., pág. 510.

(57) Estos gastos han crecido en España a una velocidad enorme, mayor que la de ningún país del mundo: en 1975 suponían un 25 por 100 del PIB, y hoy son prácticamente la mitad (y la mayor parte de ellos son redistributivos, no de inversión, además de que en un 81 por 100 están ya comprometidos). Véanse las declaraciones de los profesores V. VALLE y J. VELARDE a *ABC* del 6 de noviembre de 1995.

(58) Véase de nuevo la propia postura de L. A. ROJO, Gobernador del Banco de España, al respecto, en su informe al Congreso el 23 de octubre de 1995, ya citado. Véanse, igualmente, las últimas previsiones de la Comisión Europea, dadas a conocer el 22 de noviembre de este año, para nuestro país, recogidas en el cuadro núm. 2.

(59) Aunque, como ya dijimos, la tercera fase de la UEME comenzará previsiblemente el 1 de enero de 1999, la decisión sobre los países que accederán a ella se tomará a principios de 1998, con lo que los resultados económicos de 1996 y 1997 van a ser fundamentales al respecto.

(60) Véase C. MONTORO, «Reactivación económica, crisis política y ausencia de reformas estructurales», *Economistas*, número 64, 1995, págs. 89-91.

(61) Véase A. FERNÁNDEZ DÍAZ, J. A. PAREJO GÁMIR y L. RODRÍGUEZ SÁIZ, *Política Económica*, op. cit., págs. 511-512.

(62) Véase G. DE LA DEHESA, «Por una política fiscal contractiva», diario *El País*, 19 de septiembre de 1995, pág. 56.

(63) En cualquier caso, y como señala el propio G. DE LA DEHESA, en esta modificación de la política macroeconómica sólo se puede pensar en el corto plazo, ya que se supone que la situación de una cierta flexibilidad del tipo de cambio va a durar un máximo de tres años y, por tanto, se trata exclusivamente de aprovechar a corto plazo dicha flexibilidad antes de perderla para siempre al fijar los tipos de cambio, irrevocablemente, a partir de enero de 1999 y al crear la moneda única.

Por otro lado, dados los elevados niveles de déficit público y deuda pública existentes, la política fiscal contractiva no es una opción discrecional, sino que es obligada no sólo por el necesario cumplimiento de los criterios de convergencia, sino porque, si no se hace urgentemente un ajuste presupuestario, los mercados financieros van a aumentar aún más la prima de riesgo de nuestra economía y los tipos de interés a largo plazo, y van a provocar una nueva devaluación de la peseta, a pesar de la política monetaria contractiva actual del Banco de España (ibídem).

(64) Véase la «Introducción Editorial», ya citada, de *Papeles de Economía Española*, núm. 52-53, 1992, págs. XXXVIII-XXXIX.

(65) En todo caso, debe insistirse en que una regulación adecuada del mercado laboral es una condición necesaria, pero no suficiente, para resolver el gran problema del paro en España. Nuestra economía debería crecer al 5 por 100 anual, aproximadamente, de forma estable y sostenida para acercar su tasa de desempleo a la media de la UE. Véase J. F. JIMENO y L. TOHARIA, «La penúltima reforma del mercado de trabajo», *Economistas*, núm. 64, 1995, pág. 74.

(66) Véase, J. A. PAREJO GÁMIR, A. CALVO y J. PAÛL, *La política económica de reformas estructurales*, Ed. CEURA, Madrid, 1995; para un mayor detalle, véase también OCDE, *Études économiques: Espagne*, París, 1994.

(67) Véase «Introducción Editorial», *Papeles de Economía Española*, núm. 52-53, págs. XXXVI-XXXVII.

ASEGURAR EL ÉXITO DE LA UNIÓN MONETARIA

Robert Raymond

INTRODUCCIÓN

Aun cuando los trabajos preparatorios del Tratado de Maastricht transcurrieron sin grandes polémicas, su aplicación se está convirtiendo en una de las cuestiones más controvertidas en el debate público, no exclusivamente en los círculos especializados, sino también en la opinión pública en general. Cuanto más nos acercamos a la fecha final, más emocional e irracional se torna el debate. Parece que los objetivos pretendidos con este proceso de unión monetaria, que al principio eran tan obvios, han caído en el olvido. A esto se añade que, en algunos países, las condiciones exigidas para acceder a la moneda única parecen del todo inalcanzables. En otros, es el método preciso de introducir la moneda única el que genera rechazo. Merece la pena detenerse a reflexionar sobre estos tres aspectos del proceso: los objetivos pretendidos, las condiciones (u obstáculos) a cumplir y el mecanismo preciso de transición a la moneda única.

I. LOS OBJETIVOS PERSEGUIDOS

El Tratado de Maastricht es el último paso de un proceso iniciado con la firma del Tratado de Roma de 1958, que a su vez fue consecuencia del establecimiento de la Comunidad Económica del Carbón y del Acero en París, en 1956. El propósito de los padres fundadores era el de asegurar la paz y la prosperidad en Europa por medio del desarrollo del comercio intra-europeo y de la creación de un mercado europeo amplio y eficiente. Por esta vía, la guerra sería erradicada de Europa, ya que la interdependencia económica la haría poco atractiva y perjudicial para todos. Además, se pensaba que la adición de «ene» economías supondría una riqueza mayor que la derivada de la mera suma de los PIB nacionales. La búsqueda de la prosperidad económica a largo plazo no sólo se derivaba de la necesidad de reconstruir las economías destruidas por la guerra; también reflejaba el deseo de evitar los desastres económicos sufridos por todos los países industrializados tras la primera guerra mundial: infla-

ción, depresión económica y devaluaciones competitivas. La misma lógica reclamaba la creación de una unión monetaria.

Como resultado de ese esfuerzo, el Mercado Común resultó un éxito. Este es el motivo de que, hoy en día, nuevos países se hayan incorporado a los seis miembros fundadores y de que exista todavía un número elevado de países candidatos a ser nuevos miembros. El paso desde esa unión aduanera hacia un mercado único donde no sólo desaparecieran los aranceles, sino también cualquier otro obstáculo a la libre circulación de bienes, servicios o factores productivos, no generó oposición alguna. En el ámbito monetario, ya en 1962, el informe Marjolin señalaba que, en algún momento, el Mercado Común requeriría la introducción de una moneda única debido a los efectos negativos que la variabilidad del tipo de cambio tiene sobre los flujos comerciales y, por tanto, sobre la competencia en igualdad de condiciones. Este hecho es aún más relevante hoy en día. Los tipos de cambio vienen determinados por los movimientos de capital, que a su vez responden a la evolución de las expectativas de inversores y gestores de carteras. Esas expectativas están sujetas a una gran variabilidad y se basan en la evolución futura esperada de múltiples variables económicas. Lo que es más importante, no responden forzosamente a las necesidades de estabilidad y mantenimiento de la paridad de compra de la divisa de los empresarios y productores. Una parte del mundo académico considera que los tipos de cambio son todavía una herramienta indispensable para el ajuste de la economía real. Sin embargo, esa visión ignora la tendencia de los mercados a sobre-reaccionar, creando desviaciones sostenidas y duraderas de los tipos de cambio respecto a sus valores de equilibrio a largo plazo. Esas desviaciones son incompatibles con el correcto funcionamiento del mercado único. Para que haya un mercado único se precisa una sola unidad de cuenta y un sistema de precios único.

El objetivo de la unión monetaria se justifica en la medida en que las economías nacionales estén profundamente integradas. En este aspecto, la integración de las economías europeas progresa a un ritmo

sostenido y firme. Este era el propósito del Acta Única, que fue ratificada sin debate ni duda alguna. Esta transformación es, a su vez, el resultado de un proceso mundial de globalización que no admite vuelta atrás.

Es en este contexto en el que deben entenderse los beneficios de una unión monetaria. Es importante recordarlos, porque con frecuencia los miedos que esa reforma tan fundamental genera tienden a ensombrecer las razones por las que la evolución en esa dirección es un elemento positivo para todas las economías implicadas. Permítanme mencionar brevemente tres de los potenciales beneficios de una unificación monetaria.

En primer lugar, este proceso introduce la posibilidad de crear un nuevo banco central europeo, con un compromiso claro y firme hacia la estabilidad de precios, y con total independencia de interferencias externas para acometer ese objetivo de estabilidad. Los países europeos han elegido ya el camino de la estabilidad de precios, y la mayoría ya han logrado ese objetivo. Sin embargo, ese logro no se ha visto acompañado, en la mayoría de los casos, de una estabilidad de los tipos de cambio reales y nominales.

En segundo lugar, la cobertura del riesgo cambiario tiene un coste. Mantener los tipos de cambio interiores, una vez que las precondiciones para su desaparición existen, representaría un obstáculo a la integración económica. Su eliminación facilitaría la aproximación al ideal de un mercado perfecto, eficiente, potenciando la libre concurrencia en igualdad de condiciones y, por tanto, favoreciendo una localización óptima de los recursos.

En tercer y último lugar, una divisa sólida, basada en un sustrato económico mayor y más eficiente, supondría un activo para todos los países miembros y facilitaría el control de las tendencias indeseadas en los mercados mundiales de divisas.

II. CONDICIONES Y OBSTÁCULOS

Una vez revisadas las razones para acometer la empresa de la unión monetaria, hay que tener muy claro que ésta es una reforma fundamental que ha de ser sostenible una vez emprendida. Por este motivo, se establece una serie de prerequisites objetivos a cumplir por el proceso de reforma, sin los cuales se crearían tensiones una vez que los países se integraran en la zona cambiaria, tensiones de las que podría derivar su fracaso.

Algunas de las condiciones son objetivas, y están relacionadas con el funcionamiento de las economías nacionales: me refiero a los requisitos o criterios de convergencia en varias áreas, tal y como estipula el Tratado. Otras condiciones son necesarias para garantizar la aceptación por parte del público de la nueva moneda única.

1. Los criterios de convergencia

El primer criterio recogido en el Tratado, y el primero que viene a la mente, es el referido a los precios, al IPC. La entrada en la unión monetaria de un país con una inflación divergente supondría para ese país un *shock* tremendo, ya que tendría que controlar de manera inmediata la evolución de los precios domésticos hasta situarlos en línea con los del resto del área monetaria. Dados los riesgos de ese *shock* para el propio país y para otros, el esfuerzo necesario ha de hacerse con antelación. Esta es el área en la que mayores éxitos han cosechado los países miembros en los últimos años, éxitos que derivan, en gran parte, de los logros de la política monetaria en estos países. El reto es mantener esos magníficos resultados en el futuro. En este sentido, hay que convencer a la opinión pública de la importancia de la estabilidad de precios para garantizar el crecimiento futuro, y para ello nada mejor que explicar que la dicotomía inflación-paro es falsa; que no se puede seguir manteniendo hoy, en el año en que Robert Lucas ha sido galardonado con el premio Nobel de Economía, que más inflación supone menos paro. La actuación estabilizadora de los bancos centrales, con una visión más de medio plazo, se refleja en las subidas preventivas de los tipos de intervención monetaria en varios países europeos y en Estados Unidos en 1994-1995.

El tipo de cambio es el precio de las divisas extranjeras. Cuando se elaboró el Tratado, el criterio de estabilidad cambiaria se definió teniendo en cuenta el adecuado funcionamiento del Sistema Monetario Europeo en los años precedentes. Paradójicamente, las dificultades asociadas a la ratificación del Tratado provocaron las consabidas crisis de 1992 y 1993. La ampliación de las bandas de fluctuación debería verse como una vía para disminuir la variabilidad cambiaria por medio de la reducción del riesgo de la especulación casi ilimitada contra los márgenes de la banda, que acababa por convertirse en una apuesta sin pérdida posible. Sin embargo, la justificación en favor de tipos de cambio estables de facto sigue siendo válida, ya que se basa en el deseo de encontrar un nivel de equilibrio antes de que el tipo de cambio sea reemplazado por una paridad irrevocable. A pesar de este deseo, hemos de reconocer que la estabilidad cambiaria es, hoy en día, una tarea difícil. Las paridades cambiarias son todavía muy frágiles y sensibles a los factores de tipo político, como se vio en 1995 en el caso español. Solamente el progreso gradual y firme en la senda de la convergencia puede calmar los recelos del mercado.

El siguiente criterio se define sobre los tipos de interés a largo plazo. Si los precios estuvieran en la senda de estabilidad marcada por su correspondiente criterio, y el tipo de cambio permaneciera estable, la convergencia de los tipos de interés a largo

plazo sería mucho más fácil. A pesar de ello, es necesario puntualizar que los tipos a largo plazo incluyen elementos adicionales; en concreto, primas de riesgo que recogen las impresiones del mercado acerca de la evolución futura de los precios, las políticas macroeconómicas y el grado de estabilidad política. Esas impresiones se basan en el comportamiento de esos factores en el pasado e incluyen también un juicio sobre la credibilidad del banco central y sobre la orientación de la política fiscal.

El mayor obstáculo lo constituyen, en estos momentos, los dos criterios fiscales. Muchos países europeos están todavía luchando para reducir el déficit del conjunto de las administraciones públicas (esto es, incluyendo entes locales y regionales y organismos de la seguridad social, además del estado central) por debajo del 3 por 100 del PIB. En lugar de criticar las dificultades impuestas, se podría argumentar que el ultimátum del Tratado introduce un incentivo para hacer algo que, tarde o temprano, se tendría que hacer.

Aún más difícil resulta cumplir con el criterio de deuda. En primer lugar, en muchos países la *ratio* de la deuda pública sobre el PIB está muy por encima del valor de referencia del 60 por 100 del PIB, que fue adoptado cuando se redactó el Tratado. Además, la recesión y el aumento del desempleo, este último en parte explicado por factores de tipo estructural, han aumentado esa dificultad. A estos factores se une el impacto que, sobre los pagos por intereses de la deuda, han tenido las recientes subidas de los tipos de interés. Estas dificultades ilustran aún más la necesidad de interrumpir la dinámica alcista de la *ratio* de deuda, lo que requerirá a su vez unos déficit significativamente por debajo del 3 por 100 del PIB.

En segundo lugar, el ritmo al que la *ratio* de deuda debe disminuir, en un país que sea candidato a entrar en la Unión Monetaria, no está definido con claridad en el Tratado. Las palabras exactas son que la *ratio* de deuda debe estar «disminuyendo de manera suficiente y aproximándose al valor de referencia a un ritmo satisfactorio». Sobran los comentarios.

La importancia del criterio fiscal se deriva de que es el único que continuará estando vigente una vez se haya producido la unión monetaria: los tipos de cambio habrán desaparecido, la inflación se medirá en la moneda única y la curva de rendimientos será, por definición, la misma en todos los países miembros.

Los motivos por los que es deseable la coordinación de las políticas fiscales en la etapa tres, una vez constituida la unión monetaria, son variados. En primer lugar, ningún estado miembro debe expulsar a otros prestamistas, públicos o privados, absorbiendo en exceso ahorro privado. Por otra parte, una deuda pública elevada, o al menos la elevada y en alza, introducen inquietud en los mercados y de-

bilitan el tipo de cambio. Por tanto, esa situación fiscal frágil en algunos estados miembros podría dañar la credibilidad de la nueva moneda única. Por último, la divisa europea requerirá una combinación de políticas fiscales y monetarias equilibrada, y esto necesita de algún elemento de disciplina fiscal a escala nacional, especialmente si tenemos en cuenta la ausencia de un presupuesto federal de tamaño significativo.

2. La aceptación por parte del público

Además del cumplimiento de esos criterios, el Tratado contiene referencias a otros factores relacionados con la situación macroeconómica. Pero no deberíamos olvidarnos de la conveniencia de asegurar la aceptación por parte del público del proceso de unión, pues ella contribuiría a asegurar la sostenibilidad de la última etapa de la unión monetaria, así como a facilitar el proceso de transición.

¿Cómo se puede pretender que la gente realice el esfuerzo que requiere la reforma monetaria sin que les expliquemos los beneficios que ésta supone para ellos y para sus hijos?

Aquellos ciudadanos que están orgullosos de la tradición de solvencia y estabilidad de su divisa han de ser convencidos de que la que viene a sustituirla es, al menos, tan fiable como aquella a la que sustituye.

En otro orden de cosas, las voces que claman sobre la pesada carga impuesta por las exigencias de consolidación fiscal deben darse cuenta de que es una necesidad incluso sin la presión ejercida por el proceso de construcción europea. La elección no es si disminuir los déficit y deudas o no, sino si hacerlo hoy, con unas condiciones más favorables, o mañana, presionados por la fuerza de los acontecimientos.

Aquellos que temen al proceso por lo que supone de pérdida de un símbolo de identidad nacional deben entender que las políticas monetarias en los países europeos han perdido ya gran parte de su autonomía como resultado de las restricciones externas que impone la creciente interrelación de las economías.

Estos son algunos de los retos que los políticos y las instituciones europeas implicados en el proceso de construcción europea tienen ante sí. Hay muchos otros relacionados con la manera de garantizar una transición con éxito a la unión monetaria, a la moneda única.

III. LA TRANSICIÓN

En este apartado no entraré a analizar ciertos aspectos de la transición, como la política cambiaria

antes del comienzo de la fase tres o el diseño de las relaciones institucionales de la unión monetaria con los países sujetos a una derogación temporal. Estas cuestiones, aun cuando están siendo consideradas, se encuentran en un grado de madurez todavía insuficiente como para poder extraer condiciones en firme.

Tampoco me detendré en aspectos detallados y prácticos de los acuerdos decididos, pues muchos de esos detalles están todavía siendo objeto de reflexión.

1. La necesidad de un período de transición

Si no existieran impedimentos prácticos, un *super big bang* sería la solución ideal. Un día se reúnen los jefes de Estado o gobierno y elaboran una lista con los países que cumplen los criterios de convergencia. Al día siguiente, las monedas nacionales desaparecerían y serían sustituidas por una moneda única, sujeta a una política monetaria única implementada por un banco central único. Esta fue la hipótesis de trabajo que se adoptó inicialmente por las asociaciones bancarias hace un año, cuando analizaron por primera vez los costes del escenario de cambio, así como otros aspectos prácticos de dicho escenario.

Un análisis posterior de los problemas asociados a la transición hacia la moneda única sugirió que, a pesar de sus ventajas, un *super big bang* no era factible, y ello por varios motivos.

En primer lugar, ese cambio a la moneda única exige ciertos preparativos de tipo técnico. El llamado *lead-time* (o el tiempo que es necesario tener en cuenta para asegurar que los preparativos técnicos en cada una de las áreas implicadas garanticen el éxito de la transición) puede ser muy elevado en algunas áreas. Dado que el trabajo preparatorio no puede comenzar hasta que no se conozca con absoluta precisión la lista de países que formarán la unión monetaria y que los agentes privados no emplearán sus recursos humanos y financieros en la adaptación si no tienen una certeza absoluta sobre la participación de su país, ha de existir un lapso de tiempo entre la decisión final sobre los países que formarán parte de la unión y el final de los trabajos preparatorios.

En segundo lugar, no debemos despreciar los aspectos de psicología de masas del proceso. Si en un país determinado se va a sustituir la moneda nacional por la moneda única, la población ha de estar preparada, desde un punto de vista psicológico, para aceptar el cambio (y para aceptar los costes iniciales de adaptación). Para ello es fundamental que los tipos de conversión entre la moneda nacional y la moneda única se conozcan con la máxima antelación posible, de manera que la ciudadanía se pueda ir acostumbrando a la nueva unidad de cuenta.

Por último, un *super big bang* conllevaría un riesgo de congestión, incluso de riesgo sistémico, dado que no es posible garantizar que todos los cambios necesarios en los procedimientos y en la programación informática se habrán realizado antes del comienzo de la unión. A este problema se añade el de la sustitución de monedas y billetes, proceso que, para algunos países, consumiría varios meses.

Debido a estos problemas, un período de transición, durante el cual la nueva moneda única y las monedas nacionales coexistan, no puede evitarse. Es probable que las operaciones de los mercados financieros y las grandes operaciones de pagos puedan adaptarse, y de hecho se adaptarán, más rápidamente que las operaciones de banca al por menor, donde es necesario más trabajo preparatorio y de formación del personal. El sector público deberá también adaptarse de forma flexible a esa progresiva introducción de la moneda única. En particular, operaciones como el pago de salarios y pensiones, o la recaudación de impuestos, equivalen a operaciones bancarias al por menor, mientras que la gestión de la deuda pública pertenecerá a la misma esfera que las operaciones en los mercados financieros.

Esa transición debe producirse de manera ordenada y permitiendo a los agentes económicos un cierto grado de discrecionalidad a la hora de adaptarse a la nueva situación. Por ejemplo, a nadie se le debería prohibir realizar contratos en la moneda única desde el comienzo de la unión. Pero, de igual manera, a nadie se le debería obligar a hacerlo, especialmente en el ámbito de las operaciones al por menor, antes del final del período de transición. Para ello, las fechas límite del período de transición deberían ser anunciadas con anticipación, y de forma clara y explícita.

Al mismo tiempo, se deben tomar las precauciones que sean necesarias para garantizar, desde el primer día, la credibilidad de la unión monetaria y su irreversibilidad.

2. Cómo organizar la transición

El IME ha aportado múltiples sugerencias acerca de la organización del cambio a la moneda única. Éstas se basan en contactos continuados con la comunidad bancaria y se incluyen en el informe hecho público el martes 14 de noviembre de 1995. Multiplicidad de detalles técnicos han de ser clarificados por los implicados. Expondré a continuación algunos de ellos.

El primer aspecto a tener en cuenta es el de la necesidad de hacer público un calendario con fechas límite claras. Hay cuatro fechas clave en el proceso de transición a la moneda única.

La primera de ellas es la determinación de los países participantes, potestad que corresponde al

Consejo. Nuestra sugerencia es que ésta se prepare un año antes del comienzo de la etapa tres.

Al comienzo de la etapa tres, debe quedar fuera de toda duda que habrá una política monetaria única para los países participantes, implementada por un banco central único, el Sistema Europeo de Bancos Centrales, que incluye a una nueva entidad, el Banco Central Europeo, y a los bancos centrales nacionales como agentes del sistema. Según estipula el Tratado, todas las decisiones serán tomadas por un solo órgano, el Consejo del Banco Central Europeo, que estará compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales.

En esa misma fecha, los tipos de cambio de las antiguas monedas nacionales serán reemplazados por tipos de cambio irrevocables. Se creará la divisa europea, que se relacionará con las unidades de cuenta nacionales mediante tipos de conversión irrevocables. En términos económicos, habrá una moneda única con varias denominaciones.

Como máximo, a los tres años del comienzo de la etapa tres el Sistema Europeo de Bancos Centrales comenzará a reemplazar billetes y monedas nacionales por sus correspondientes europeos.

Seis meses después, el cambio a la moneda única debe haber finalizado para todo tipo de operaciones y de agentes, incluyendo el sector público. Los billetes y monedas nacionales perderán su *status* de moneda de curso legal.

Un *segundo* aspecto, de gran importancia, es la clarificación de los términos precisos de la convivencia, durante los tres años y medio que duraría el proceso de transición, de las unidades de cuentas nacionales y europeas. Por este motivo, debería establecerse un marco jurídico claro desde el primer día, de forma que se proporcionara seguridad y certidumbre jurídica a los agentes económicos. Esta legislación debería garantizar una equivalencia, exigible legalmente, entre las unidades de cuenta na-

cionales y la europea. En este contexto es posible permitir a los agentes una cierta libertad para utilizar la moneda europea en relaciones contractuales sin, por ello, imponer su uso.

En *tercer* y último lugar, todas las decisiones de gobiernos y bancos centrales desde el comienzo de la etapa tres deben dejar clara la irreversibilidad del proceso. Todas las operaciones de política monetaria serán anunciadas y ejecutadas en la moneda europea por el Sistema Europeo de Bancos Centrales; todas las contrapartidas del Sistema Europeo de Bancos Centrales frente a terceras partes vendrán expresadas en moneda europea.

En el caso de las instituciones financieras que no hayan podido proveerse con los servicios de conversión necesarios para convertir cantidades de monedas nacionales en cantidades en moneda europea, y viceversa, los bancos centrales nacionales deberán proporcionárselos.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales apoyará la coordinación de las acciones de los participantes en el mercado, de forma que se garantice el correcto funcionamiento del mercado monetario a escala europea basado en la moneda única. Contribuirá a definir los principales elementos de ese mercado y ofrecerá un sistema de pagos brutos en tiempo real (el llamado sistema TARGET), en el que el sistema de interconexión operará en la moneda europea y en el que los sistemas nacionales de pagos brutos en tiempo real podrían operar en la moneda única desde el mismo comienzo de la etapa tres.

Se espera que los mercados financieros adopten la moneda europea en una etapa temprana. Sin embargo, la mayoría de los agentes privados individuales y de las empresas continuarán usando para sus operaciones la unidad de cuenta nacional.

Espero que se pueda culminar este proyecto. Esto sólo será posible con la participación activa de todos y, en concreto, con la buena voluntad de la comunidad bancaria.

LA UNIÓN MONETARIA Y LA LIQUIDACIÓN DE LAS OPERACIONES DE MERCADO MONETARIO

Antonio Sánchez Soliño

INTRODUCCIÓN

El proceso de la unión monetaria y la transición a la moneda única europea constituyen, sin duda, el centro del debate económico actual en los países de la Unión Europea (UE).

En esta exposición, se va a partir de una hipótesis básica: que el Tratado de la Unión Europea no se va a modificar en lo que atañe a la unión monetaria. Esto significa que en 1999 estará en marcha la tercera fase de ésta.

Como es sabido, la unión monetaria, tal como está planteada en el Tratado de la Unión Europea, implica la creación de una nueva institución: el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), formado por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales de los estados miembros de la Unión Europea.

Las funciones básicas asignadas al SEBC, dentro del objetivo principal de la estabilidad de precios, son cuatro, según el artículo 105.2 del Tratado de la Unión:

- 1) Definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad.
- 2) Realizar operaciones de divisas.
- 3) Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los estados miembros.
- 4) Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

El tema de este trabajo está relacionado, sobre todo, con las funciones 1 y 4 de las anteriormente mencionadas.

DEFINICIÓN Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Por su propia naturaleza, la definición de la política monetaria constituye un proceso de decisión que estará centralizado en el Consejo de Gobierno del BCE, compuesto por los miembros del Comité

Ejecutivo del BCE y los gobernadores de los bancos centrales de los estados que formen parte de la unión monetaria. Sin embargo, la forma de ejecutar la política monetaria es un tema aún en discusión y que permite diversas posibilidades dentro de los principios establecidos en el Tratado. Este tema está también estrechamente relacionado con la función 4, mencionada anteriormente, ya que la transmisión adecuada de la política monetaria requiere unos mercados monetarios eficientes, que para su funcionamiento correcto deben disponer a su vez de un sistema de pagos que permita una liquidación ágil y segura de las operaciones.

Por estas razones, los bancos centrales de los países miembros de la UE han decidido la creación de un sistema de pagos formado por los sistemas de liquidación de cada uno de los bancos centrales, más la conexión entre ellos. A través de este sistema de pagos, denominado TARGET (*Trans-euro-pean automated real-time gross-settlement express transfer system*), se liquidarán las operaciones de política monetaria realizadas por el SEBC, así como buena parte de las operaciones de mercado monetario realizadas entre las entidades de crédito.

EL SISTEMA TARGET

El fin principal de este trabajo es tratar de mostrar el esquema de funcionamiento del sistema TARGET y en qué puede afectar a la operativa actual de las entidades de crédito.

El desarrollo del sistema TARGET se encuentra bajo la dirección de un grupo de trabajo específico, dedicado a los sistemas de pagos en la UE, y bajo la responsabilidad última del Consejo del Instituto Monetario Europeo.

Los objetivos que se han establecido explícitamente para el sistema TARGET son dos:

- Responder a las necesidades de la política monetaria única en la tercera fase de la unión monetaria.
- Conseguir mecanismos solventes y eficientes

para la liquidación de los grandes pagos, incluyendo entre éstos las operaciones de mercado monetario.

En definitiva, el sistema TARGET será una pieza básica para el cumplimiento de las funciones del SEBC anteriormente señaladas.

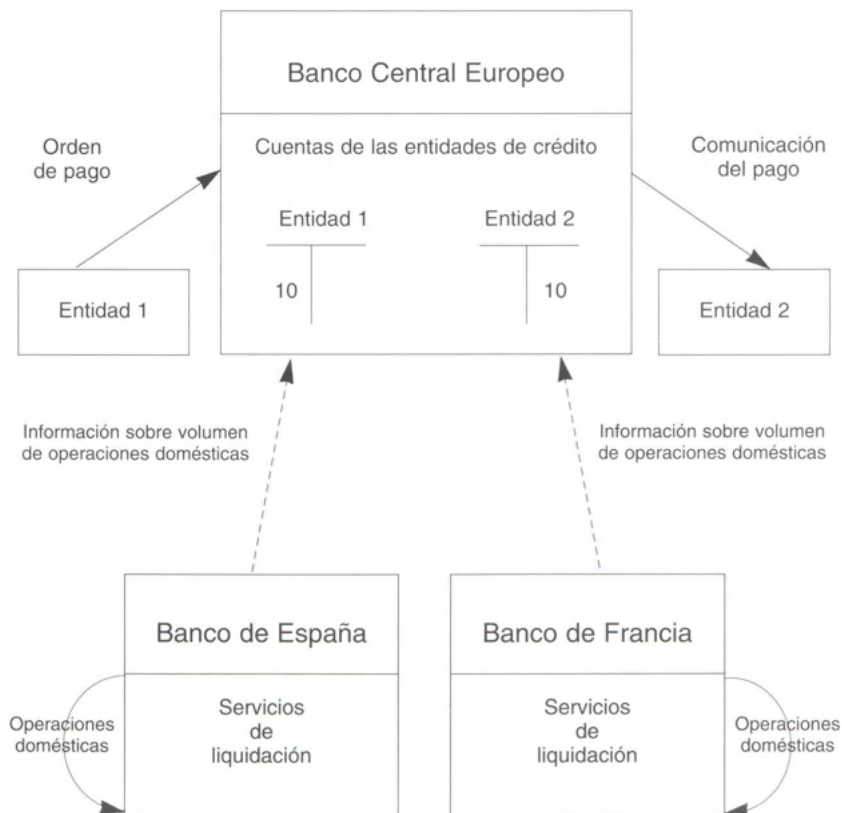
Los Estatutos del SEBC dejan un amplio margen de discrecionalidad en el desarrollo de la organización del SEBC, como puede deducirse del artículo 12.1, según el cual: «En la medida en que se estime posible y adecuado (...) el BCE recurrirá a los bancos centrales nacionales para ejecutar las operaciones que correspondan a las funciones del SEBC.» La redacción de este artículo es lo suficientemente ambigua como para que quepan, dentro del ámbito que nos ocupa, diversas posibilidades en cuanto a la estructura organizativa del sistema de liquidación del futuro SEBC.

Estas distintas posibilidades son, básicamente, variantes de las dos que se muestran en los esquemas 1 y 2, si bien éstos se refieren a los dos casos más extremos: en el 1, tanto la comunicación como la liquidación de los pagos aparecen centralizadas en el BCE, mientras que en el 2, tanto la comunica-

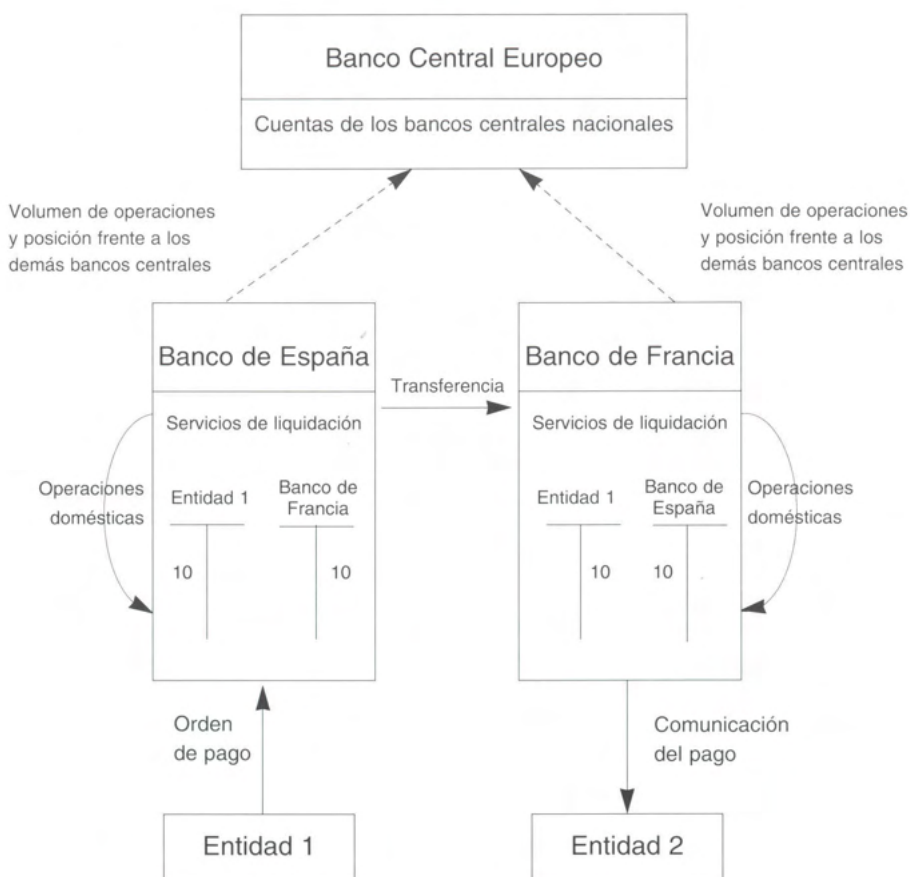
ción como la liquidación de los pagos están descentralizadas en los bancos centrales nacionales. Las operaciones puramente domésticas se liquidan de la misma forma en ambos casos, utilizando los servicios de liquidación del banco central nacional correspondiente. La diferencia está en la forma de comunicar y de liquidar las operaciones transfronterizas entre dos entidades de crédito de dos países de la Unión Europea (1).

En los esquemas 1 y 2 hemos tomado, a título de ejemplo, una operación en la que una entidad de crédito que opera en España realiza un pago de 10 millones de euros a otra entidad operante en Francia utilizando para ello los servicios de liquidación del SEBC. Dicha operación puede ser por cuenta propia o por cuenta de clientes. En el esquema 1, las entidades de crédito pueden mantener cuentas de tesorería en el Banco Central Europeo. En ese caso, las órdenes de pago se transmiten directamente, por medios electrónicos, al BCE, que las asienta en las respectivas cuentas de las entidades. El papel de los bancos centrales nacionales queda limitado a la liquidación de las operaciones domésticas, de cuyo volumen agregado es informado el

ESQUEMA 1
SISTEMA DE LIQUIDACIÓN CENTRALIZADO EN EL BANCO CENTRAL EUROPEO



**ESQUEMA 2
SISTEMA DE LIQUIDACIÓN DESCENTRALIZADO**



BCE sólo a efectos estadísticos. En un esquema como éste sería lógico esperar que el grueso de las operaciones de política monetaria las realizara el BCE con las entidades de crédito más importantes de la UE, que serían las que dispondrían de cuenta en el BCE. La ventaja de un sistema de estas características sería el avance rápido hacia la integración de los mercados monetarios, dando lugar al desarrollo de entidades de crédito de ámbito realmente europeo. Por contra, el mayor problema que presenta este esquema es la necesidad de crear un sistema nuevo partiendo prácticamente de cero, sin experiencia previa y con la necesidad de que sea plenamente operativo desde el primer día, tras la puesta en marcha de la tercera fase de la unión monetaria. Ésta ha sido la razón más importante para la elección, al menos por ahora (2), de un sistema como el del esquema 2. En éste los bancos centrales nacionales mantienen cuentas recíprocas entre ellos, y las entidades de crédito sólo tienen cuenta en los bancos centrales nacionales y no en el BCE. La entidad de crédito 1 comunica la orden de pago a los servicios de liquidación del Banco de España. Éste, tras comprobar la existen-

cia de saldo en la cuenta de la entidad 1, abona la cuenta del Banco de Francia y comunica a éste la orden en favor de la entidad 2. El Banco de Francia adeuda la cuenta del Banco de España y comunica el pago a la entidad 2. Finalmente, ambos bancos centrales comunican al BCE el volumen agregado de operaciones y sus posiciones correspondientes, que previsiblemente habrán de ser compensadas a través de sus cuentas en el Banco Central Europeo.

Este esquema descentralizado, expuesto de forma muy simplificada, es el finalmente adoptado por TARGET. La gran ventaja de esta alternativa es poder seguir utilizando los sistemas de pago nacionales ya establecidos. Las operaciones de política monetaria, cuyas grandes líneas serían decididas, como ya hemos dicho, por el Consejo de Gobierno del BCE, serían ejecutadas de forma descentralizada por los bancos centrales nacionales. Sin embargo, un esquema de estas características implica la necesidad de una adecuada coordinación entre los sistemas de liquidación de los bancos centrales nacionales. Para ello se han establecido unas características mínimas comunes, que tendrán que

cumplir dichos sistemas para garantizar su interconexión. Básicamente, estas características son las siguientes:

1) Acceso no discriminatorio de las entidades de crédito a los servicios de liquidación de los bancos centrales nacionales. Esto incluye la posibilidad del llamado «acceso remoto»; es decir, la participación de una entidad sin establecimiento permanente en el país correspondiente.

2) Liquidación en tiempo real de las operaciones. Esto implica la firmeza inmediata de las órdenes de pago una vez que son recibidas en el banco central, comprobada la existencia de saldo y abonada la cuenta correspondiente. A su vez, esto exige el mantenimiento de unas garantías adecuadas por parte de las entidades de crédito con posiciones deudoras, que permitan al banco central proporcionar la liquidez intradía necesaria para el funcionamiento fluido de los mercados.

3) Consistencia entre los sistemas nacionales en los aspectos legales. En este sentido, existe un grupo de expertos legales, en el ámbito de la Comisión Europea, cuyo trabajo podría materializarse en el futuro en una propuesta de directiva que establezca normas comunes para los estados miembros en lo que se refiere a la firmeza de la liquidación, lo que supondría el reforzamiento de la seguridad de los sistemas de pagos (incluyendo aquellos que formarán el sistema TARGET) desde el punto de vista jurídico.

4) Características técnicas comunes (confidencialidad de las órdenes, horarios, tipos de mensajes, etcétera).

El grado de armonización de las características técnicas no está aún completamente definido. En principio, y con un esquema descentralizado, es posible mantener, por ejemplo, los distintos tipos de mensajes establecidos por cada banco central nacional en su ámbito. En este caso, las entidades de crédito se verán mínimamente afectadas respecto a su operativa actual y será el banco central correspondiente el que tendrá que garantizar el cambio de formato necesario para que la orden pueda ser transmitida a través de la red establecida en el ámbito del SEBC. Esta red es lo que constituirá el llamado «Sistema *Interlinking*», que conectará a todos los bancos centrales entre sí y con el BCE. El sistema TARGET, por tanto, estará compuesto por la red *Interlinking* más los sistemas de liquidación establecidos por cada uno de los bancos centrales nacionales.

La red *Interlinking* es el único componente del sistema totalmente nuevo. De su diseño y desarrollo se encarga un equipo creado exclusivamente para este proyecto con personal especializado del Instituto Monetario Europeo, y que mantiene un estrecho contacto con los responsables de los servicios de liquidación de los bancos centrales nacionales.

En las operaciones transfronterizas, dentro del ámbito europeo, el sistema TARGET sustituirá con ventaja al actual sistema de corresponsalías establecido por las entidades de crédito. Conviene aclarar, no obstante, que en ningún caso se pretende eliminar totalmente la utilización de corresponsales ni forzar la utilización del sistema TARGET. Sin embargo, es de prever que se producirá una evolución en la UE hacia una situación más parecida a lo que son actualmente los sistemas de pagos nacionales, en los que la utilización de relaciones de corresponsalías es marginal.

El sistema TARGET podrá ser utilizado no sólo para las operaciones realizadas estrictamente en el ámbito de la UE, sino también para la liquidación del contravalor en la moneda única de las operaciones de compra-venta de divisas de las entidades de crédito, de los bancos centrales nacionales o del propio Banco Central Europeo.

Es importante destacar que la participación en el sistema TARGET no presupone la participación en la unión monetaria, a pesar de que una de sus funciones básicas es servir de soporte a la ejecución de la política monetaria única. Por consiguiente, el sistema estará abierto a todos los bancos centrales de los países miembros de la UE, incluyendo aquellos no integrados en la unión monetaria. Sin embargo, y también es importante destacar esto, la red del *Interlinking* operará exclusivamente en la moneda única europea. Los bancos centrales de los países no integrados en la unión monetaria se verían obligados, por tanto, a mantener cuentas de las entidades de crédito en la moneda única para participar en el sistema.

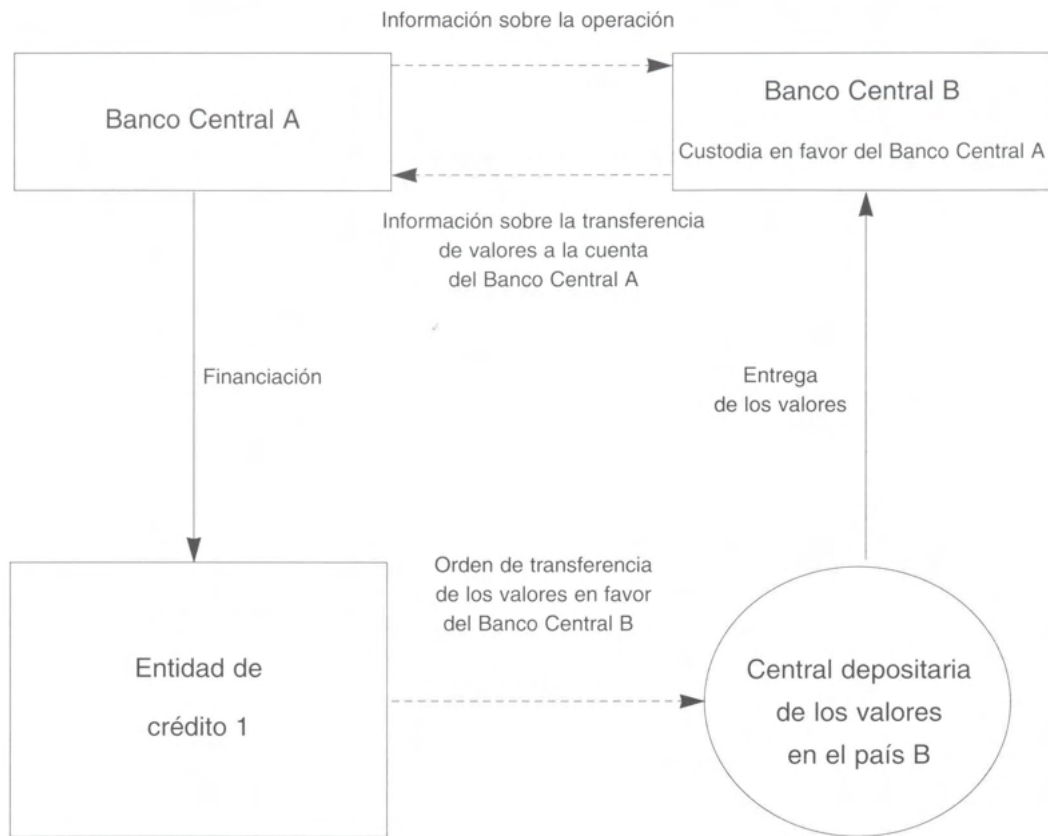
Por otra parte, el esquema organizativo del sistema TARGET está íntimamente relacionado con el proceso de transición a la moneda única. Ya dijimos al principio que partimos de la hipótesis de la no modificación del Tratado de Maastricht en el tema de la unión monetaria. Como es sabido, y siempre dentro de lo estipulado en dicho Tratado, en la última cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno, celebrada en Madrid, se ha acordado, de forma definitiva, un calendario para la transición a la moneda única, manteniendo la fecha del 1 de enero de 1999 como la del inicio de la unión monetaria.

PROCESO DE TRANSICIÓN A LA MONEDA ÚNICA

El citado calendario contempla, a su vez, tres etapas en la transición a la moneda única:

a) La primera etapa abarcará desde el momento en que se tome la decisión sobre los países que formarán parte de la unión monetaria (durante los primeros meses de 1998) hasta la puesta en marcha de ésta, el 1 de enero de 1999. En esta etapa se nombrará el Consejo de Gobierno del

**ESQUEMA 3
CONEXIÓN DE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES**



Banco Central Europeo y se acelerarán todos los preparativos técnicos para la unión monetaria.

b) La segunda etapa tendrá una duración máxima de tres años desde la puesta en marcha de la unión monetaria. Desde el primer día de ésta, los tipos de cambio de las monedas nacionales de los países integrados en la unión monetaria serán fijos e irrevocables respecto a la moneda única europea, y todas las operaciones de política monetaria seguirán las directrices del Banco Central Europeo y estarán denominadas en dicha moneda única. La ejecución de estas operaciones estará a cargo de los bancos centrales nacionales, canalizándolas precisamente a través del sistema TARGET. Desde el punto de vista del Banco de España, sería deseable que las entidades de crédito denominaran las operaciones de mercado monetario en la moneda única desde el primer momento, lo que contribuiría a asegurar la irreversibilidad del proceso y a fomentar la rapidez en la transición a la moneda única. Hay que destacar que el propio sistema bancario español ha manifestado su preferencia por un proceso rápido, por los menores costes operativos que supondría.

Durante esta segunda etapa, seguirán existiendo cuentas en la moneda nacional en las relaciones entre las entidades de crédito con su clientela. Los billetes y monedas seguirán estando denominados en la moneda nacional.

c) Por último, la tercera etapa comenzará como muy tarde el 1 de enero del año 2002, y tendrá una duración máxima de seis meses. Durante este período convivirán los billetes y monedas en la denominación nacional y en la moneda única, y al final del mismo desaparecerá la primera de ellas.

El período de transición es algo más complicado de lo que se ha tratado aquí, pero, sin extendernos en el tema, conviene destacar que el diseño descentralizado del sistema TARGET es lo suficientemente flexible como para permitir distintos ritmos de adaptación de los sistemas bancarios de cada país a la operativa en la moneda única.

Esta flexibilidad del sistema TARGET se refiere también a los posibles instrumentos que finalmente se adopten para la política monetaria única, tema que está aún abierto, y que, según la tendencia dominante entre los bancos centrales, sólo será deci-

dido en el seno del SEBC, una vez que éste sea puesto en marcha. Actualmente, uno de los principales temas de discusión entre los bancos centrales, en este campo, es la interconexión de los sistemas de liquidación de valores de cada país. Para ello, los bancos centrales actuarían como el canal que permitiría dicha conexión, análogamente al esquema de funcionamiento previsto para la liquidación de efectivo a través de TARGET.

El modelo que se está estudiando es el que aparece en el esquema 3. En dicho esquema, la entidad de crédito 1 desea hacer uso de los valores que tiene depositados en el país B como garantía para obtener liquidez del banco central del país A. Los pasos serían los siguientes: 1) El banco central A envía la información correspondiente sobre la operación al banco central B. 2) La entidad de crédito 1 transfiere los valores, situados en la central depositaria del país B, a favor del banco central B. 3) Este último transfiere los valores a una cuenta de valores del banco central A. Es decir, el banco central B actúa como corresponsal del banco central A. 4) Finalmente, el banco central A transfiere los fondos a la entidad de crédito 1.

En este esquema se asegura la entrega contra pago, ya que el banco central A no transfiere en firme los fondos hasta que no se confirma la recepción en firme de los valores en su cuenta correspondiente en el banco central B.

Las consecuencias de la puesta en marcha de un esquema como éste, o similar a éste, serían importantes, ya que facilitaría la utilización de los valores depositados en distintos países como contrapartida

en las operaciones de política monetaria de los bancos centrales, asegurando el funcionamiento de una política monetaria única.

Hay que añadir, por último, que el sistema TARGET se encuentra en una fase avanzada en su implantación, sobre todo en lo que se refiere al sistema *Interlinking*. Este último se encuentra a punto de entrar, tras las fases preliminar y de definición de las especificaciones técnicas, en la fase de desarrollo. El sistema de comunicaciones entre los bancos centrales será relativamente sencillo, lo que permite confiar en la entrada en pleno funcionamiento del sistema en la fecha prevista para la unión monetaria.

NOTAS

(1) En términos estrictos, estas operaciones dejan de ser transfronterizas al realizarse en un ámbito común establecido por el SEBC. Por otra parte, cuando se habla de una entidad de crédito de un determinado país, ya no nos referimos al concepto de residencia, y tampoco es relevante el de entidad con establecimiento permanente, sino al concepto más difuso de entidad que opera en dicho país.

(2) En principio, es posible que, en un momento posterior a la puesta en marcha de la tercera fase de la Unión Monetaria, se decida pasar a un sistema centralizado.

Los estatutos del SEBC no lo impiden, sino que, al contrario, el artículo 17 establece que:

«Con el fin de realizar sus operaciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán abrir cuentas a entidades de crédito, a entidades públicas y a otros participantes en el mercado, así como aceptar activos, incluidos valores representados mediante anotaciones en cuenta, como garantía.»

EL DÓLAR, EL YEN Y LAS MONEDAS EUROPEAS

Michel Camdessus

Vivimos en una época de grandes transformaciones en el orbe económico y financiero. Desde luego, durante las últimas décadas, el espectacular progreso económico de Japón, junto con el continuado proceso de integración y crecimiento en Europa, han producido algo como una constelación tripolar de monedas. Si bien el dólar sigue teniendo un papel predominante, cada día es mayor la proporción de transacciones internacionales que se realizan en yenes y en monedas europeas. De esto se desprende que Estados Unidos, Japón y Europa comparten ahora, más que en el pasado, la responsabilidad de promover la estabilidad cambiaria, situación que, por cierto, sabemos no será eterna, vistos los progresos impresionantes de varios países emergentes.

Al mismo tiempo, sin embargo, la globalización de los mercados financieros —resultado de los recientes avances tecnológicos, la liberalización de los mercados financieros y la eliminación de controles sobre los movimientos de capital— ha incrementado, en proporciones que desafían la imaginación, la capacidad y agilidad de los mercados financieros privados. Según un estudio reciente del Banco de Pagos Internacionales, el volumen diario de transacciones en estos mercados es superior a 1,2 billones de dólares.

En lo que sigue, trataremos, en primer lugar, del papel desempeñado por el dólar, el yen y las monedas europeas en la economía mundial, así como el régimen cambiario que rige para estas monedas. En segundo lugar, examinaremos la dudosa eficacia del sistema actual en lo que respecta a la estabilidad cambiaria. Finalmente, exploraremos lo que pueden hacer los gobiernos y el Fondo Monetario Internacional frente a los poderosos mercados para promover una mayor estabilidad cambiaria.

Comencemos por examinar brevemente las respectivas funciones del dólar, el yen y las monedas europeas. Aunque comparten ciertas características, estas monedas desempeñan papeles bien diferentes en el sistema monetario internacional.

El dólar sigue siendo la más internacional de todas las monedas. En primer lugar, es la moneda en

que se mantienen la mayor parte de las reservas oficiales de otros países. Durante la década 1985-1994, en promedio, un 54 por 100 de las reservas internacionales oficiales estaban denominadas en dólares, en comparación con un 15 por 100 en marcos alemanes, un 8 por 100 en yenes, un 3 por 100 en libras esterlinas y un 2 por 100 en francos franceses (1). El dólar es también la moneda en que se lleva a cabo la mayoría de las transacciones en divisas. Según el estudio del Banco de Pagos Internacionales que acabamos de citar, la proporción de transacciones en las que interviene el dólar es del 83 por 100, mientras que las proporciones correspondientes al marco y al yen son, respectivamente, del 37 por 100 y 24 por 100 (2). Asimismo, la mayoría de las transacciones comerciales se efectúan en dólares. Por ejemplo, cerca de la mitad de las exportaciones de los países industriales están denominadas en dólares, contra alrededor de una cuarta parte en marcos y sólo una décima parte, o aún menos, en libras esterlinas, francos franceses o yenes (3).

Si bien el yen tiene, hasta cierto punto, un papel internacional, es básicamente una moneda nacional. Como lo indican los datos que mencionamos, el papel que desempeña el yen no guarda proporción con el tamaño relativo a la economía japonesa ni corresponde a la posición que ha adquirido Japón como principal país acreedor del mundo. Esta observación se basa además en el uso relativamente poco frecuente del yen como moneda de facturación en el comercio de Japón. Mientras casi todas las exportaciones de Estados Unidos se denominan en dólares, más del 80 por 100 de las de Alemania en marcos alemanes y más de la mitad de las de Francia y del Reino Unido en la moneda de estos países, sólo un tercio de las exportaciones japonesas se denominan en yenes. Ni siquiera en el ámbito regional hay un uso amplio del yen; sólo el 40 por 100 de las exportaciones de Japón a otros países de Asia y el Pacífico, y el 20 por 100 de sus importaciones, se denominan en yenes (4). Por otra parte, el yen forma parte de la cesta de monedas que se utiliza para la valoración del DEG junto con el dólar, el marco, el franco francés y la libra esterlina.

La mayoría de las monedas europeas son también, principalmente, monedas nacionales, pero algunas de ellas tienen importancia regional, y el papel del marco, en alguna medida, trasciende la región. Debido al lugar que ocupa Alemania como la mayor economía europea y a su trayectoria como país de baja inflación, el marco ha surgido como la moneda europea más importante y la pieza maestra del mecanismo de ajuste de cambios (MAC) del Sistema Monetario Europeo (SME). Cabe señalar que en algunos mercados cambiarios europeos, incluidos Francia y España, el volumen de transacciones en marcos es ahora mayor que el volumen de transacciones en dólares, un hecho que parece reflejar la importancia creciente del marco en una Europa cada vez más integrada (5). Por lo demás, el marco también se usa ampliamente en Europa central y oriental.

Cabe señalar también que si bien las monedas de 23 países están vinculadas al dólar y unos 25 países tienen sus monedas vinculadas en el marco del SME (incluidas las monedas de 14 países africanos a través de su vínculo con el franco francés), ningún país ha vinculado su moneda al yen. Así pues, si bien existe, en este sentido, una «zona dólar» y una zona monetaria centrada en el SME, no se ha desarrollado hasta ahora una «zona yen».

También vale la pena considerar algunas consecuencias del régimen cambiario de estos países. Desde que dejó de existir el sistema de paridades fijas de Bretton Woods en 1973, el valor de cambio del dólar, el yen y el marco ha sido determinado bajo un régimen de flotación dirigida. Es decir, si bien no ha habido una relación fija entre estas tres monedas, ninguno de los países emisores ha sido totalmente indiferente al tipo de cambio bilateral de sus monedas frente a las otras dos. Por tanto, aunque las autoridades encargadas de la política económica de estos países han dado prioridad generalmente a objetivos de política económica interna, en ocasiones han recurrido a la intervención en el mercado de cambios o a ajustes de política para influir sobre los tipos de cambio de sus monedas.

Esta situación contrasta notablemente con el mecanismo de ajuste de cambios del SME. Al ponerse en práctica en 1979, el MAC fue concebido como un instrumento para reducir la volatilidad entre las monedas europeas. A comienzos de los años ochenta, la atención se desplazó hacia el control de la inflación y la convergencia macroeconómica, comprometiéndose los países miembros a mantener los tipos de cambio dentro de ciertos límites, como «ancla nominal». Recientemente, el MAC se ha convertido en un elemento esencial del proceso hacia la unión monetaria europea (UME).

* * *

Pese a las diferencias en cuanto al papel que desempeñan las monedas de Estados Unidos, Ja-

pón y los países europeos en el mercado internacional y en cuanto a su régimen cambiario, todos estos países tienen un interés especial en el buen funcionamiento del sistema monetario internacional y a su vez comparten la responsabilidad de garantizarlo. Este no es un objetivo en sí, sino un medio de promover el comercio internacional, así como los flujos de capital, con el fin de lograr elevadas tasas de crecimiento de la economía mundial.

¿Qué resultados han dado los regímenes actuales, de los cuales se dice tan fácilmente que no constituyen ni un sistema? En general, el sistema en vigor desde 1973 ha demostrado, al menos, ser razonablemente flexible. El sistema pudo manejar las crisis del petróleo de 1973 y 1979 sin que se produjeran presiones excesivas en los mercados de cambios, y además respondió bien ante las diferencias de condiciones cíclicas entre los países en los años ochenta y noventa. También cabe decir que se ha adaptado con relativa facilidad a los cambios en la economía mundial, especialmente a la expansión de los mercados financieros y a la creciente importancia de Japón y Europa en estos mercados. El SME, por su lado, al reforzar la disciplina monetaria y fiscal en los países miembros, ha contribuido a reducir los diferenciales de tasas de inflación y de tipos de interés, creando de este modo una zona de relativa estabilidad en Europa, lo cual ha facilitado el desarrollo del comercio intraeuropeo.

Sin embargo, ni la flotación dirigida, practicada por los países del Grupo de los Siete, ni el MAC han funcionado tan bien como muchos —y nosotros entre ellos— hubieran querido.

Desde el colapso del sistema de Bretton Woods ha aumentado notablemente la inestabilidad de los tipos de cambio nominales, es decir, su variabilidad a corto plazo, de un día a otro o de mes a mes. En los últimos veinte años, los tipos de cambio del dólar, del yen y del marco han sido mucho más volátiles que antes de 1973, y también más que los índices de precios al consumidor u otros índices de la marcha de las economías que, en principio, deberían reflejarse en los tipos de cambio. Naturalmente, en un régimen de tipos de cambio flotantes, un cierto grado de variabilidad constituye un fenómeno natural, y refleja el flujo deseable de información entre los agentes que actúan en el mercado. Por lo demás, hay consenso en que los efectos negativos de inestabilidad cambiaria sobre el comercio y la inversión son, de hecho, relativamente limitados. No obstante, es posible que las empresas participantes en el comercio internacional no compartan esta opinión, puesto que la inestabilidad cambiaria incrementa la incertidumbre y las primas del seguro contra el riesgo cambiario elevan los costes de las empresas. En realidad, como mencionamos antes, uno de los objetivos por los que se creó el MAC fue reducir la variabilidad en los tipos de cambio. Y, de hecho, parece evidente que esto se ha logrado (6).

En todo caso, es preciso reconocer que son motivo de mayor preocupación los desajustes que, por períodos relativamente largos, pueden alejar sustancialmente los tipos de cambio de los niveles que encontrarían justificación en las fuerzas económicas fundamentales, o que reflejan una política económica inadecuada o insostenible. Si bien resulta difícil definir con precisión cuáles son los «tipos de cambio de equilibrio», en general es posible observar la existencia de desajustes sustanciales: ejemplo de ello es, a mediados de los ochenta, la sobrevaloración del dólar; similares desajustes entre las principales monedas pueden acarrear graves daños a través de una asignación de recursos ineficiente, un agravamiento de los problemas de ajuste, y un incremento de las presiones proteccionistas y de las fricciones comerciales. A veces, también se han producido desajustes perniciosos dentro del SME, lo que ha dado origen a turbulencias en los mercados cambiarios y ha socavado la credibilidad de las paridades establecidas.

Dados estos problemas, ¿cómo pueden los países promover la estabilidad cambiaria con mayor eficacia? La experiencia nos brinda algunas enseñanzas importantes.

Consideremos, por ejemplo, las crisis del SME de 1992 y 1993, en las que la libra esterlina y la lira se retiraron del MAC, la peseta española y el escudo portugués fueron devaluados, y las bandas de fluctuación de los tipos de cambio en el marco del MAC se ampliaron considerablemente. En primer lugar, estos hechos demostraron la fuerza que pueden tener las transacciones privadas en los mercados cambiarios; los recursos movilizados por el sector privado, en general, fueron muy superiores a los que las autoridades monetarias nacionales pudieron reunir para defender las paridades.

En segundo lugar, aunque este punto es quizá mucho más importante, estos hechos indican lo peligroso que puede ser concentrarse excesivamente sobre el régimen cambiario y no dar suficiente importancia a las políticas económicas subyacentes. En realidad, las presiones cambiarias que surgieron dentro del MAC durante ese período reflejaron principalmente la acumulación de desequilibrios macroeconómicos en Europa, tales como la adopción, por parte de Alemania, de una política monetaria restrictiva, junto con una política fiscal expansionista, durante la reunificación; la dificultad del Reino Unido, en medio de una prolongada recesión, en seguir la línea de política monetaria fijada por Alemania, y las dudas con respecto a la paridad central de la lira y el futuro de esta moneda en el SME, dada la pérdida de competitividad que sufrió Italia durante los años anteriores y el fuerte déficit presupuestario de este país. Al mismo tiempo, las tasas de inflación relativamente altas de España y Portugal daban lugar a dudas sobre la viabilidad de las paridades de sus monedas en el MAC. Los eventos de 1992-1993 demostraron claramente que los mercados no se

dejan hechizar eternamente por la magia de un sistema o la autoconfianza, a veces infundada, de los dirigentes.

Estas enseñanzas sobre la importancia de las condiciones fundamentales de la economía y el poder de los mercados se aplican también a los esfuerzos episódicos de los principales países industriales por influir sobre los tipos de cambio entre el dólar, el yen y el marco. Por ejemplo, el éxito de los países del Grupo de los Cinco en el «aterrizaje suave» del dólar en septiembre de 1985 no debe atribuirse simplemente a la eficacia de la declaración oficial del Hotel Plaza —y aquí habla un ex combatiente de aquellas lides— ni a la intervención coordinada que siguió a dicha declaración, si bien ambos hechos suministraron indicaciones muy útiles al mercado en ese momento. En realidad, el Grupo de los Cinco tuvo éxito porque una depreciación del dólar era compatible con las condiciones fundamentales de los cinco países y con su política económica. Sólo este contexto hizo exitosas las declaraciones oficiales del Grupo de los Cinco y la intervención coordinada de los bancos centrales.

Otro ejemplo: el que los principales países no hayan mantenido las «bandas de referencia» que se habían establecido para el dólar, el yen y el marco en la reunión del Louvre en febrero de 1987 se debió a que estos países dieron excesiva importancia a las declaraciones oficiales, sin prestar suficiente atención a las medidas de política necesarias para mantener las «bandas». De hecho, con el paso del tiempo, los tres países principales del Grupo se preocuparon cada vez más de sus propios problemas internos. Estados Unidos, de la recuperación tras la recesión de 1989-1991; Japón, del manejo de su crisis financiera, y Alemania, de la reunificación. Si bien todas estas cuestiones merecían la atención de las autoridades económicas, se puede lamentar que hayan hecho caducar unos arreglos que, de haberse mantenido, habrían permitido una mejor combinación de sus políticas.

* * *

A la luz de estas experiencias, ¿qué deberían hacer los gobiernos no sólo para prevenir los desajustes de los tipos de cambio, sino también para promover la estabilidad cambiaria en general en este nuevo entorno de la mundialización?

Ante todo, los desequilibrios macroeconómicos deben ser corregidos tan pronto como sea posible a fin de reducir el riesgo de que se produzcan mayores perturbaciones en los mercados. Si se permite que los desequilibrios persistan, se ve afectada la credibilidad, y entonces es probable que, para corregirlos, se requieran medidas más radicales a fin de demostrar la determinación del gobierno. A veces, puede ser útil recurrir a un cierto grado de intervención en el mercado, pero sólo como una medida temporal que indique a los mercados que

deberían prestar mayor atención a las condiciones fundamentales de la economía; y sin modificar la política económica puede ser difícil convencer a los mercados cambiarios de que los tipos de cambio son consonantes con los factores fundamentales en el largo plazo.

Más importante aún es que los países reconozcan sus responsabilidades internacionales y actúen en consecuencia. Si bien el dólar, el yen y las monedas europeas desempeñan papeles diferentes en el sistema monetario internacional, su preeminencia en la economía mundial comporta una gran responsabilidad para Estados Unidos, Japón y los países europeos. En particular, estos países deben reconocer que la evolución de sus monedas no es irrelevante para el resto del mundo. En realidad, las fluctuaciones del dólar, el yen y las monedas europeas, al igual que la modificación de otras variables macroeconómicas, tales como los tipos de interés y el crecimiento del PIB, tienen importantes repercusiones para la economía mundial.

Dado que la economía de Estados Unidos es la de mayor magnitud, y su moneda la más importante, este país tiene una responsabilidad especial, que incluye una combinación de política monetaria y fiscal encaminada a promover la estabilidad de precios, estimulando al mismo tiempo el ahorro interno, así como la cooperación con otros países para alcanzar una mayor estabilidad cambiaria. Sin embargo, estas responsabilidades de ningún modo se limitan a Estados Unidos; a Japón y a Alemania, así como a los demás países europeos, también les incumbe un papel importante. Específicamente, todos ellos deben reconocer que, al esforzarse por lograr condiciones económicas sanas en sus países, pueden contribuir enormemente a mejorar la marcha de la economía mundial y, por tanto, a crear un grado mayor de estabilidad en los mercados cambiarios. En este sentido, los países europeos deben reconocer que sus esfuerzos por fortalecer su política económica y fomentar la estabilidad de los tipos de cambio de sus monedas no sólo mejorarán las perspectivas de crecimiento económico en Europa, sino que beneficiarán a toda la economía mundial.

Afortunadamente, se ha avanzado mucho hacia una razonable estabilidad de precios. En casi todos los países industriales, las tasas de inflación han convergido hacia los niveles más bajos de los últimos treinta años, y estos países parecen estar decididos a preservar este logro. En lo que respecta al saneamiento de las finanzas públicas, ha habido progresos, pero queda por hacer un importante esfuerzo adicional para reducir el déficit fiscal y el nivel de la deuda pública con respecto al PIB, especialmente teniendo en cuenta el envejecimiento de la población previsto en los países industriales. En la mayoría de los países, la atención deberá concentrarse en el recorte del gasto, una tarea que, sin duda, a nadie le gusta. A medida que los gobiernos agoten la posibilidad de efectuar recortes de gastos

corrientes, se verán forzados a introducir reformas de fondo en los principales programas de transferencias, incluidos los sistemas de pensiones y de asistencia médica, las subvenciones y los esquemas de indización. Y España no escapa de esta necesidad.

Al mismo tiempo, es preciso emprender otras reformas estructurales. En Japón son necesarias medidas adicionales para fortalecer el sistema bancario nacional y liberalizar la economía, exponiéndola a un grado mayor de competencia externa. En Europa se requieren reformas para atacar las rigideces de los mercados de trabajo y así reducir el paro estructural. Una reforma eficaz del mercado de trabajo que resolviera el problema del paro estructural contribuiría a reducir los desequilibrios fiscales y a dar mayor credibilidad a los planes de saneamiento de las finanzas públicas a largo plazo. De este modo, se originaría un «círculo virtuoso» en el cual la reforma del mercado de trabajo favorecería el saneamiento presupuestario y contribuiría así a una reducción de los tipos de interés. A su vez, un nivel más bajo de tipos de interés alentaría la inversión y el crecimiento económico, con lo que mejorarían las perspectivas de empleo. Esto es factible, y me parece la manera más segura de aliviar las tensiones que existen y que podrían resurgir en los mercados cambiarios europeos.

* * *

¿Cómo contribuye el FMI a la estabilidad de los tipos de cambio y, por ende, al crecimiento sostenido de la economía mundial? Lo hace, básicamente, por medio de sus actividades de supervisión. La supervisión se basa en la convicción de que la aplicación de políticas económicas rigurosas y coherentes conducirá a un sistema cambiario estable y a una economía mundial más próspera. A este fin, el FMI celebra con cada uno de sus 180 países miembros consultas periódicas, minuciosas y francas, normalmente una vez al año, pero con mayor frecuencia si es necesario. Estas consultas, que abarcan toda la gama de cuestiones fiscales, monetarias, cambiarias y estructurales, permiten al FMI ofrecer a la totalidad de los países una evaluación franca de la política, situación y perspectivas económicas de cada uno de ellos.

Sin duda, los mercados financieros privados también realizan su propia labor de vigilancia; y, en realidad, la posibilidad de que el mercado imponga disciplina puede servir para fortalecer la determinación de las autoridades de mantener las políticas económicas rigurosas. Sin embargo, la disciplina que ejerce el mercado no siempre se aplica de manera ordenada y coherente. El FMI, a través de sus actividades de supervisión, puede sugerir a las autoridades la adopción de medidas de ajuste, oportunamente, antes de que los mercados cambiarios impongan dichos ajustes a un coste mucho mayor.

Además, siendo el principal foro para la cooperación monetaria internacional, el FMI trata de contribuir a soluciones cooperativas de los problemas cambiarios y de los desajustes macroeconómicos mundiales.

El mensaje que el FMI transmite en este momento a los países miembros en el curso de sus actividades de supervisión es claro: es necesario mantener una razonable estabilidad de precios, sanear las finanzas públicas e introducir reformas estructurales, y es urgente encarar estas difíciles tareas mientras la situación y las perspectivas de la economía mundial permanezcan favorables. Este mensaje se aplica no sólo a los países industriales, sobre los que nos hemos concentrado aquí, sino a la totalidad de los países miembros de la institución. Cabe observar que gracias al crecimiento económico alcanzado por unos 35 ó 40 países en desarrollo, mediante políticas inspiradas por el FMI o semejantes a ellas, pudo evitarse una recesión mundial en 1991-1992. Pero también es cierto que algunas de las conmociones más graves que ha sufrido el sistema monetario internacional recientemente —la crisis de México, por ejemplo— se han originado fuera del Grupo de los Siete.

En gran parte como reacción a la experiencia de México, el Fondo ha estado prestando especial atención a la forma en que la supervisión podría ser fortalecida de modo que los problemas que surjan puedan ser resueltos antes de que desemboquen en una crisis grave. Consecuentemente, estamos trabajando para que los países miembros suministren datos al FMI de forma más regular y oportuna; estamos intensificando nuestro diálogo con las autoridades nacionales, y estamos prestando mayor atención a la solidez de los sistemas bancarios internos, a los flujos financieros y su viabilidad, a los países en los que los riesgos son mayores y a aquellos donde las tensiones que se puedan producir en sus mercados financieros puedan tener repercusiones más allá de sus fronteras. Al mismo tiempo, estamos elaborando normas que sirvan de orientación a los países miembros en la publicación de datos económicos y financieros, de modo que los mercados estén mejor informados y menos expuestos a sorpresas.

* * *

Volviendo a las recientes medidas de política cambiaria adoptadas en los países industriales, deben agregarse las siguientes observaciones:

En primer lugar, resultan alentadoras las medidas adoptadas por los principales países en agosto de 1995, conforme a regulación del Fondo, a fin de consolidar la modesta recuperación del dólar con respecto a su anterior bajo nivel frente al yen, y es importante que perseveren en este esfuerzo. Si bien es difícil decir exactamente cuál sería la estructura de tipos de cambio más adecuada, es evidente que

cuando el yen alcanzó un valor de alrededor de 80 yenes por dólar, más allá de toda relación compatible con las condiciones económicas fundamentales, el mercado se equivocó.

En este momento, los tipos de cambio de las principales monedas parecen estar, *grosso modo*, dentro de límites aceptables. No obstante, nos atreveríamos a decir que el dólar de Estados Unidos parece seguir estando demasiado bajo frente al marco y las monedas europeas estrechamente vinculadas a éste, y algo bajo aún frente al yen. Ciertamente, desde una perspectiva macroeconómica más amplia, parecería apropiado que el dólar fuera más fuerte, y el marco y el yen ligeramente más débiles, teniendo en cuenta que la economía de Estados Unidos ha alcanzado un nivel de actividad cercano al potencial, que en Alemania ha habido una desaceleración de la actividad, que un marco demasiado fuerte podría obstaculizar el crecimiento de sus exportaciones y que la recuperación de la economía japonesa sigue rezagada.

Por todas estas razones, parece muy oportuna la declaración formulada por los ministros y gobernadores del Grupo de los Siete en Washington, en octubre de 1995, en la cual expresaron su satisfacción ante la corrección ordenada de los movimientos de las principales monedas que ya había ocurrido; señalaron que sería deseable que esta tendencia continuara, en consonancia con las condiciones económicas fundamentales, y reiteraron su determinación de reducir los desequilibrios y cooperar estrechamente en los mercados cambiarios. Consecuentemente, el Grupo de los Siete debería, como mínimo, oponer resistencia a una depreciación significativa del dólar en relación a sus niveles actuales.

Sin embargo, para que este empeño se materialice, el compromiso debe ser creíble. En primer lugar, los países del Grupo de los Siete deben tener en cuenta cuáles son los requisitos fundamentales para que el dólar se fortalezca y el yen adquiera un valor más realista en el mediano y largo plazo, y deben hacer esfuerzos para que se den estos requisitos.

En segundo lugar, en lo que respecta a los países europeos, sus esfuerzos por lograr la unión monetaria deben ser mantenidos y, en algunos casos, intensificados. La unión es factible. Para ello, el saneamiento fiscal debe ir más allá de lo que exigen los criterios fijados en Maastricht. Ante todo, los países europeos deben tener presente que sus esfuerzos de ajuste son esenciales no sólo para alcanzar las metas de Maastricht, sino también para que Europa pueda desempeñar su papel como fuerza dinámica en el mercado.

Finalmente, en lo que respecta al FMI, debemos perseverar en nuestros esfuerzos por mantener un diálogo franco con el Grupo de los Siete que permita cuestionar oportunamente las políticas de estos países cuando no sean compatibles con la esta-

bilidad internacional, con el fin de que corrijan a tiempo, en un marco de cooperación, los desajustes que puedan surgir. También debemos perseverar en nuestros esfuerzos por alentar a los países del Grupo de los Siete a que coordinen eficazmente su política económica de manera continua, y no sólo cuando las presiones cambiarias resulten insostenibles, de modo que puedan prevenirse los desajustes en ciernes.

* * *

En conclusión, quisiéramos subrayar que si los países desean lograr una mayor estabilidad cambiaria —y es evidente que ésta es del interés de todos— deben trabajar arduamente para conseguirla. Además de aplicar una política económica interna firme, los países se deben esforzar por lograr una coordinación multilateral más eficaz. ¿Qué significa esto? Significa que los países deben desplegar mayores esfuerzos para comprender las políticas económicas de los demás y que deben prestar mayor atención a la opinión de éstos sobre su propia política. Significa también que tienen que adoptar un punto de vista más ilustrado sobre sus propios intereses nacionales, reconociendo que su propio interés requiere tomar en cuenta los intere-

ses de los demás. Finalmente, significa que deben tener la capacidad de liderazgo para poner en práctica estos principios. Esta es, sin duda, una tarea ardua, pero indispensable en una economía mundial cada vez más integrada, y que requiere de una visión mucho más amplia y mucho más exigente del deber de cooperación.

NOTAS

(1) *Informe anual*, 1995, FMI.

(2) «Comunicado de prensa», 24 de octubre de 1995, Banco de Pagos Internacionales. Cabe observar que, dado que en cada transacción intervienen dos monedas, la suma total de las transacciones en todas las monedas asciende al 200 por 100.

(3) GOLDSTEIN *et alii*, *Policy issues in the evolving Monetary System*, FMI, junio de 1992.

(4) *Ibidem*.

(5) *Global bank biweekly*, 28 de septiembre de 1995, Solomon Brothers.

(6) Durante los años ochenta, por ejemplo, cuando el franco francés era miembro del MAC pero la libra esterlina aún no se había integrado, la variabilidad del tipo de cambio, en relación con el marco, fue mucho menor en el caso del franco que en el de la libra.

EL MARCO ALEMÁN Y LA MONEDA ÚNICA EUROPEA: ALGUNAS CUESTIONES DE ACTUALIDAD (*)

Reiner König

Como es sabido, el dinero desempeña tres funciones: es medio de pago, depósito de valor y unidad de cuenta. De una ojeada rápida a la etimología de distintos vocablos europeos que expresan la idea de «moneda», se deduce que la importancia dada a las distintas funciones del dinero varía de una zona lingüística a otra. Tal vez ahí resida una razón determinante de los diferentes grados de sensibilidad a los asuntos monetarios que se observan entre los diversos países.

- La palabra inglesa *currency* pone el acento en la circulación del dinero, esto es, en su función de medio de cambio: *currency* pertenece a la misma familia que el español *corriente* y el francés *courant*. Esto quiere decir que, en el plano lingüístico, la moneda no se asocia primordialmente con la estabilidad de su valor ni con su función de depósito de valor, sino con sus cualidades en tanto que vehículo de transacciones muy difundido, que es aceptado por todo el mundo y pasa rápidamente de mano en mano.

- El vocablo correspondiente en las lenguas romances, *moneda* en español y *monnaie* en francés, es no funcional, y en esa medida es también neutral respecto a las varias funciones del dinero. Procede del latín *moneta*, que designa tanto la moneda acuñada como el lugar donde se acuña, la «casa de la moneda».

- En contraste con el término inglés, la palabra alemana *Währung* destaca el aspecto de estabilidad del valor monetario, es decir, su función de depósito de valor. Etimológicamente, es un vocablo emparentado con *bewahren*, retener o conservar, y con *gewähren* y *Gewährleistung*, garantizar, garantía. Se da una garantía de que el dinero tiene y conserva cierto valor; por ejemplo, que el contenido de metal precioso de las monedas se mantiene invariado. En el caso de un patrón papel, esa «garantía» estriba en el compromiso del banco central de no permitir que el volumen de dinero aumente más allá de lo necesario para financiar un crecimiento sin tensiones, de modo que el poder adquisitivo de la moneda permanezca constante.

Es verdad que, hasta cierto punto, *nomen est omen*. Alemania sufrió dos episodios de hiperinflación en la primera mitad de este siglo, con todas sus devastadoras consecuencias políticas y económicas. En ese aspecto, la política monetaria no satisfizo la condición de preservar. En cambio, con la creación del marco tras la segunda guerra mundial, Alemania —o, más exactamente, Alemania Occidental— consiguió una moneda relativamente estable. No es de extrañar, teniendo en cuenta la connotación emotiva de la palabra *Währung*, que el éxito del marco se haya sentido de una manera especial en Alemania. Para algunos observadores tendría incluso la categoría de una señal de identidad nacional, dado el descrédito en que otros símbolos nacionales han caído.

Así se explica también el escepticismo con que se contemplan en Alemania las innovaciones que pudieran afectar a la moneda. Según casi todas las encuestas, a la mayoría de los alemanes les gustaría conservar su querido marco. También es ésta la razón real de la aversión que despierta el nombre «ecu». La verdad es que, en su corta historia, el ecu se ha depreciado continuamente frente al marco, y eso no ayuda a inspirar confianza en el nombre de la nueva moneda europea (1).

La aceptabilidad de la nueva moneda europea para la población alemana dependerá, en gran medida, de que esa nueva moneda sea tan estable desde el primer momento como lo ha sido siempre el marco. Por eso es tan importante que se cumplan estrictamente los criterios de convergencia. Resistirse a «suavizar» esos criterios no es un capricho de Alemania, que se pudiera soslayar, por decirlo así, mediante las habituales componendas políticas. La actitud de la población hacia la moneda europea sólo puede mejorar si hay señales claras de que se observarán las condiciones de entrada establecidas en el Tratado de Maastricht. Lo que a veces se olvida es lo mucho que aún queda por hacer para convencer al público alemán y qué papel tan decisivo desempeñan automáticamente los criterios de convergencia para lograrlo.

Para evitar posibles malentendidos desde el co-

mienzo, quiero afirmar con toda claridad que el objetivo de unión monetaria no está abierto a renegociación. El Tratado de Maastricht es la base inequívoca para avanzar en la integración monetaria y ha sido ratificado por todos los parlamentos. También el Bundesbank suscribe los objetivos del Tratado «sin ambigüedades ni reservas». En todos los organismos y a todos los niveles —que son muchos— está cooperando lealmente en la instrumentación del Tratado. Lo importante ahora es que el Tratado sea estrictamente aplicado y cumplido en todos sus extremos.

Pero antes de entrar con más detalle en la proyectada unión monetaria europea —cuyo objetivo no se discute— quisiera hacer una breve mención, a tono con el título de este artículo, de la situación del marco y la coyuntura económica de Alemania.

II

1. Desde el punto de vista del Bundesbank, que está obligado por sus estatutos a velar por la estabilidad de los precios, es particularmente grato saber que la tasa de inflación ha seguido descendiendo en los últimos tiempos. En octubre de 1995, los precios al consumo eran sólo un 1,8 por 100 superiores a los de un año antes. Eso quiere decir que el Bundesbank ha conseguido el nivel de precios fijado en su objetivo monetario. Es todo un éxito, porque a partir de la reunificación subieron considerablemente, y durante algún tiempo la tasa de inflación se mantuvo elevada. El Bundesbank respondió a los avances de estabilización logrados suavizando su política de tipos de interés poco a poco, a lo largo de un período dilatado. En línea con su estrategia de objetivos monetarios, los tipos de interés a corto se han reducido significativamente en 1995; la tasa de recompra de títulos, que es la tasa básica del mercado de dinero, ha descendido, hasta ahora, al 4 por 100. Tras un alza transitoria en 1994, también los tipos a largo han vuelto a bajar este año. El rendimiento de las obligaciones del Estado a diez años no llega al 6,5 por 100, tipo que está por debajo del promedio a largo plazo, y puede ser un indicio de que también las expectativas de inflación han declinado notablemente.

La tendencia de los presupuestos del sector público es también comparativamente halagüeña, aunque todavía es mucho lo que queda por hacer en el terreno de la política financiera. En los tres últimos años, tras el fuerte aumento del déficit presupuestario que siguió de forma inmediata a la reunificación, ha habido un proceso de consolidación. Si la organización Treuhand, en cuanto «agente privatizador» del gobierno, se cuenta como parte del sector público en los primeros años, como ahora se hace estadísticamente con sus organizaciones sucesoras, el déficit público total habrá descendido de un 4,7 por 100 del PIB en 1993 a un 3,7 por 100 en

1994, y un 2,9 por 100 esperado en 1995. Últimamente se ha reducido más despacio de lo previsto debido a la disminución de los ingresos fiscales, pero, aun así, su descenso es considerable: ha faltado muy poco para alcanzar el umbral del 3 por 100 establecido en el Tratado de Maastricht. En cuanto al volumen total de deuda pública, queda ligeramente por debajo de la marca crítica del 60 por 100 del PIB.

En conjunto, la asunción de las cargas impuestas por la reunificación parece haber superado su etapa más difícil. La recuperación de la zona oriental está en marcha y también el empleo ha vuelto a crecer apreciablemente si se compara con su peor nivel de 1993. Los avances conseguidos en la reconversión de la economía de Alemania Oriental son indiscutibles.

Sería un error, sin embargo, si de este repaso de los aspectos positivos del desarrollo económico alemán se dedujera que no tenemos problemas. La economía de Alemania Oriental no ha alcanzado aún la fortaleza necesaria para sostenerse sin la ayuda del Estado. Esa parte del país está recibiendo todavía transferencias equivalentes a un 5 por 100 del PIB. Aún no se ha logrado un movimiento de despegue autosostenido. Todavía habrá que hacer esfuerzos considerables para que Alemania Oriental deje de ser una región estructuralmente débil.

En Alemania Occidental, el crecimiento económico ha perdido impulso últimamente. Es verdad que las previsiones de los principales observadores nacionales e internacionales coinciden en que la recuperación cíclica continuará, y no hay razón para poner en duda las tasas de crecimiento anunciadas para 1995 y 1996: entre un 2 y un 2,5 por 100. Pero también hay riesgos indudables que aconsejan cierta cautela a la hora de evaluar la situación. La fuerte apreciación del marco y la relativa generosidad de los convenios salariales de 1995 representan una carga considerable para las empresas. Es innegable que se ha puesto más difícil soportar la competencia del exterior dentro y fuera del país. Los beneficios de muchas empresas han vuelto a estrecharse tras un período de rápida mejora en 1994, y es muy posible que eso siga repercutiendo en la propensión a invertir. Otra cuestión importante es que el traslado de la producción al extranjero continuará.

Por otra parte, tampoco hay motivos para un pesimismo excesivo. A comienzos de 1996, entrarán en vigor unas reducciones sustanciales de los impuestos que beneficiarán primordialmente a los grupos de menores ingresos. De ahí se espera un fuerte estímulo al consumo privado, que, en definitiva, es lo que compone la proporción mayor del PIB. Es probable que sólo con eso se asegure otro período de crecimiento económico relativamente fuerte.

Sin embargo, el aumento del PIB no bastará para inducir una mejora siquiera moderada en lo que es, con mucho, el problema más difícil de Alemania, a saber, el alto nivel de desempleo. En estos momentos, la tasa de desempleo en todo el país se sitúa en un 9,2 por 100, pero hay considerables diferencias regionales. En Alemania Occidental hay dos millones y medio de personas sin trabajo y en Alemania Oriental algo más de un millón. Descontando variaciones cíclicas, el número de desempleados ha aumentado ininterrumpidamente en las dos últimas décadas. Cada recesión en Alemania Occidental ha significado una tasa de desempleo más alta; no es la menor de las indicaciones de que estamos ante un fenómeno de profundas raíces estructurales. El fuerte desempleo no procede, por ejemplo, de una falta de demanda, que quizá se pudiera remediar mediante una política monetaria o fiscal expansiva. Antes bien, el equilibrio en el mercado laboral se ha visto dificultado por toda una serie de factores que afectan tanto a la oferta como a la demanda de mano de obra. Voy a citar sólo algunas de esas causas de desempleo: el alto nivel de los salarios y la escasa diferenciación salarial —en comparación, por ejemplo, con Estados Unidos—; la carga que suponen para las empresas los impuestos y las contribuciones a la seguridad social; la inflexibilidad en el despliegue de la mano de obra; unas normas de seguridad social relativamente generosas, y, a veces, la ineptitud de las personas que buscan trabajo para los puestos que se ofrecen. Acercarse siquiera a solucionar el problema del desempleo requerirá esfuerzos deliberados en muy diversos campos. Se han dado algunos primeros pasos para corregir situaciones indeseables: un ejemplo es la mayor flexibilidad que se está introduciendo en algunos acuerdos salariales. Pero, para dismantelar las numerosas rigideces del mercado de trabajo, seguramente haría falta un planteamiento más decidido.

2. Si hablamos del marco, no basta con aludir sólo a las tendencias de la economía alemana; tenemos que extender la mira al papel internacional de esa moneda. Como moneda de reserva e inversión a escala internacional, el marco sólo es segundo en importancia, precedido por el dólar. Los no residentes poseen en Alemania activos financieros denominados en la moneda del país por valor de aproximadamente 1,2 billones de marcos; un 45 por 100 de los títulos de la deuda pública están en manos de extranjeros, y el volumen total de obligaciones en el exterior asciende a casi 300.000 millones de marcos.

A pesar de las enormes cargas derivadas de la unificación, está claro que el atractivo del marco para los no residentes no ha variado. Nada garantizaba que así fuera, y la razón primordial de que haya sido así estriba en que Alemania, en lugar de buscar salida fácil a sus problemas, tomó resueltamente las medidas necesarias tan pronto como se hizo patente la magnitud del colapso económico de

la antigua RDA. En el ámbito fiscal, se elevaron los impuestos y se reasignó el gasto para financiar las transferencias necesarias a Alemania Oriental. Como ya se ha dicho, la política monetaria fue eficaz, en primer lugar, para contener las subidas de precios consiguientes a la unificación, y después, para moderarlas significativamente.

La confianza exterior en el marco tampoco se debería perder en el futuro. Para que eso no suceda, Alemania seguirá practicando una política antiinflacionaria sin concesiones. Evitar desde el primer momento que sobre esto pueda haber malentendidos interesa también para la transición a la unión monetaria europea, que debería ser lo más suave posible. Cuando la nueva moneda europea sustituya por fin al marco se esperará que asuma también el papel de éste en los mercados financieros internacionales. Para lograrlo sin tensiones, será necesario, en primer lugar, que el marco, mientras exista, siga siendo atractivo en todos los sentidos para los inversores extranjeros, y en segundo lugar, que los extranjeros vean en la nueva moneda europea un sustituto perfecto del marco: dicho de otro modo, que posea las mismas cualidades que el marco desde el primer momento. Esto nos lleva a la segunda parte de mi exposición.

III

1. Según el calendario previsto, que permanece inalterado, algunos de los estados miembros de la Unión Europea formarán una unión monetaria antes del 1 de enero de 1999. Transcurrido un período de transición, que es necesario por razones técnicas, y durante el cual se seguirán utilizando los billetes y monedas nacionales, éstos se retirarán rápidamente y serán reemplazados por una nueva moneda única cuyo nombre definitivo es el de «euro».

Cuando se constituya la unión monetaria, los tipos de cambio entre las monedas de los países participantes quedarán fijados irrevocablemente y la responsabilidad de la política monetaria pasará de los bancos centrales nacionales al Sistema Europeo de Bancos Centrales. En un plazo de dos a tres años, se completará la transición a la moneda única mediante la emisión de billetes y monedas comunes.

Según se establece en el Tratado de Maastricht, la selección de los miembros de la Unión Europea que hayan de participar en la unión monetaria se efectuará mediante unos criterios de convergencia. Cada país aspirante deberá cumplir las condiciones siguientes:

1) *Estabilidad de los precios*: La tasa de inflación no deberá superar en más de 1,5 puntos porcentuales la tasa media de los tres países de la Unión Europea que hayan alcanzado una inflación más baja.

2) *Nivel de los tipos de interés:* Análogamente, los tipos de interés a largo plazo no deberán sobrepasar en más de 2 puntos porcentuales los de los tres países de la Unión Europea con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios.

3) *Estabilidad del tipo de cambio:* El país aspirante a integrarse en la unión monetaria deberá haber participado en el mecanismo cambiario del SME durante al menos dos años sin devaluar su moneda, y haber demostrado una estabilidad aceptable del tipo de cambio.

4) *Finanzas públicas:* El déficit corriente del sector público no deberá exceder del 3 por 100 del PIB ni la deuda pública total rebasar el 60 por 100 del PIB.

Esta convergencia de la evolución de la economía y de las políticas económicas entre los países aspirantes a participar en la unión monetaria europea es la variable clave para el curso ulterior de la integración económica. Puesto que, una vez constituida la unión monetaria, no se dispondrá ya del tipo de cambio como instrumento de ajuste, habrá que prevenir la aparición de tensiones que pudieran causar graves trastornos en el sistema financiero. Ése es el propósito fundamental de los criterios de convergencia. En el pasado, las fluctuaciones de los cambios se han achacado principalmente a la disparidad en la evolución de los precios entre unos países y otros y a la existencia de déficit públicos insostenibles. Hay muchos otros factores que influyen en el tipo de cambio, pero la turbulencia de los mercados financieros se puede atribuir, fundamentalmente, a esos dos. O dicho en otras palabras, una unión monetaria sólo es aconsejable entre países que hayan alcanzado un alto grado de estabilidad de los precios y unas finanzas públicas saneadas.

Lo importante de los criterios de entrada en la unión monetaria no es la convergencia en un momento único del tiempo —que puede estar distorsionada por variaciones cíclicas—, sino su permanencia y credibilidad. Por eso, al Tratado de Maastricht se añadieron sabiamente otros dos criterios más, reflejo de la valoración del proceso de convergencia por parte de los mercados. Los tipos de interés a largo plazo y las variaciones de los tipos de cambio reflejan la evaluación que hacen los agentes en el mercado de la política económica presente y de las perspectivas económicas a plazo más largo de un país, que, como ha demostrado la experiencia, no dependen tan sólo de decisiones políticas.

En conjunto, el uso que se haga de los criterios de convergencia será un indicador de la seriedad con que la Unión Europea se plantee el objetivo de una comunidad estable. Serán las condiciones de entrada las que, en gran medida, decidan la suerte futura de la unión monetaria.

2. Para generar confianza en la nueva moneda será también vitalmente importante que las políticas económica, presupuestaria y, por supuesto, monetaria sigan estando orientadas a la estabilidad tras la puesta en marcha de la unión. Una institución nueva no cuenta, en sus inicios, con el respaldo de un «capital de prestigio». Los mercados estarán muy atentos a los objetivos y a las acciones de las autoridades políticas. De ahí la importancia de que no quepa la menor duda sobre el atractivo de la nueva moneda desde el primer momento, no sólo para los inversores nacionales, sino también para los internacionales.

Las disposiciones por las que ha de regirse la política monetaria quedaron establecidas en el propio Tratado: el Sistema Europeo de Bancos Centrales está claramente obligado a velar por la estabilidad monetaria. Dispondrá de un extenso abanico de instrumentos de actuación, que en principio deben capacitarle para lograr ese objetivo. Otro punto de la mayor importancia es que el sistema de bancos centrales no esté sometido a ninguna presión política. El Tratado dispone que aplicará sus instrumentos con autonomía frente a cualquier instrucción que pudiera emanar de organismos políticos o frente a cualquier tentativa por parte de éstos de influir en sus decisiones. Sobre esa base institucional establecida por Tratado, es bastante probable que el Consejo del Banco Central Europeo actúe de conformidad con su mandato.

En otros terrenos, sin embargo, los acuerdos han quedado un tanto vagos, aunque las consecuencias de una moneda común, lejos de limitarse al ámbito monetario, se extienden a todos los aspectos de la vida económica. En la conferencia intergubernamental, cuyo comienzo está previsto para 1996, se intentará avanzar en cuestiones que hasta ahora han estado desatendidas, y proporcionar una sólida base política a la unión monetaria. Al mismo tiempo, habrá que instrumentar garantías de que las políticas presupuestarias sigan estando estrictamente supeditadas a los criterios de convergencia después de constituida la unión. El Tratado contempla un procedimiento de vigilancia presupuestaria, pero la presión que desde ahí se pueda ejercer para el saneamiento de las finanzas públicas será seguramente escasa. Unas normas de actuación más severas, y una aplicación de sanciones más rápida, podrían ser de gran ayuda a las autoridades monetarias en su tarea de salvaguardar la estabilidad, y con ello robustecerían considerablemente la confianza en la nueva moneda. El pacto de estabilidad propuesto por el ministro de finanzas alemán significaría un avance importante a este respecto. Los países con excesivo déficit presupuestario se verían enfrentados casi automáticamente a las consecuencias de su posición tras el ingreso en la unión. Ciertas restricciones de la soberanía nacional en el ámbito de la política fiscal son inevitables en una unión monetaria, aunque está claro que una armonización

completa en ese terreno sería innecesaria y contraria al principio de subsidiariedad.

3. La creación de una unión monetaria en Europa es un proceso muy complejo que ha de afectar, en mayor o menor grado, a casi todos los aspectos de la vida y de la política. Aún es pronto para resolver muchos detalles; en los próximos años habrá que adoptar importantes decisiones políticas y técnicas, con arreglo a los procedimientos que se señalan en el Tratado de Maastricht, y es probable que los detalles finales sobre la organización de la unión monetaria no se conozcan hasta comienzos de 1998. No obstante, los mercados financieros se están preparando ya para la unión. Los inversores quieren saber qué van a ganar con sus inversiones a largo plazo más allá del horizonte temporal de 1999, y qué puede cambiar en su exposición al riesgo por efecto de la unión monetaria, y en aquello que aún no es posible averiguar, especulan. Lo cual es muy legítimo, aunque a veces las especulaciones tiendan a exagerar.

Desde el punto de vista de los mercados financieros, interesan dos aspectos de la unión monetaria:

- *Primero*, cuál será la evolución de los tipos de interés a largo plazo para la nueva moneda.
- *Segundo*, cómo será la relación de la nueva moneda con el mundo exterior: por un lado, su valor frente a las monedas eurocomunitarias que no participen en la unión; por otro, frente a terceras monedas importantes, como el dólar y el yen.

Ambas cosas, tendencias del tipo de interés y del tipo de cambio, están íntimamente ligadas, pero razones de método aconsejan comentarlas por separado, aunque en estos momentos no sea mucho lo que se pueda decir de ellas en términos concretos. De todos modos, algunas consideraciones básicas pueden ser de utilidad.

La caída de los tipos de interés a largo plazo se ha citado a menudo —y hasta en el *Libro Verde* de la Comisión— como una de las ventajas de la unión monetaria, aunque no está claro si se produciría en todos los países o sólo en algunos. Lo que no admite discusión es que en una unión monetaria debe surgir un tipo de interés uniforme para riesgos similares. En qué nivel se sitúe ese tipo de interés —comparado con lo que sería si no existiera la unión— dependerá decisivamente del nivel de estabilidad que alcance la nueva moneda, ya que los tipos de interés nominal a largo plazo estarán dictados, en gran medida, por las expectativas de inflación. Si, por una u otra razón, los mercados se convencieran de que los temores de inflación iban a ser mayores con la moneda europea que, por ejemplo, con el actual marco alemán, sería virtualmente imposible impedir que los tipos de interés dentro de la unión monetaria se situaran por encima de los aplicados a activos en marcos, y el resultado sería

una depreciación de los activos en marcos. También en otros países podrían entonces malograrse las expectativas de reducción de los tipos de interés. Por otra parte, sería posible acotar esos riesgos si se aplicaran estrictamente los criterios de convergencia y, a renglón seguido, las políticas monetaria y presupuestaria se supeditaran a la estabilidad. En ese caso, no cabe duda de que se conseguirían las ventajas económicas de la unión monetaria. También desde este ángulo es evidente que la clave del éxito de la unión reside en la convergencia.

El valor interno de la moneda europea determinará también, en gran medida, su valor en el exterior. Considerando la extensión del área de moneda europea, la profundidad y amplitud de los mercados financieros de Europa y la total liberalización de las transacciones financieras, es indudable que la nueva moneda europea, gracias a su potencial, será una de las monedas «naturales» de reserva e inversión a escala internacional. No obstante, sólo podrá cumplir plenamente su papel internacional si posee la suficiente estabilidad en el mercado interior. La moneda única europea tendrá que someterse pronto al juicio de los mercados de divisas. Conseguir que sea atractiva para los inversores extranjeros será una tarea importante del Consejo del Banco Central Europeo.

No cabe duda de que la moneda única se convertirá pronto en moneda de referencia para aquellos países de Europa que no participen en la unión monetaria. De cómo serán en detalle las relaciones monetarias no podemos hablar aún. El sistema de paridades que se establezca debería contribuir a que los países no participantes cumplieran los criterios de convergencia, robustecer y salvaguardar en general el mercado único, ser lo suficientemente flexible y, cuestión primordial, no estorbar la política antiinflacionaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Habrá que debatir a fondo la conveniencia de sustituir o no el actual SME por un sistema de nuevo cuño, y si en ese caso sería mejor establecer unas condiciones uniformes para todos los países o instaurar diferencias. De cualquier modo, habrá que evitar la posibilidad de que la unión monetaria alce nuevas barreras en Europa. El nuevo régimen monetario europeo debería tener —como el actual SME— un efecto disciplinante que favoreciera la incorporación a la unión monetaria. El objetivo final de todo acuerdo cambiario europeo debe ser la participación en la unión monetaria del mayor número de países de la Unión Europea que sea posible, aunque, por supuesto, respetando en todo momento los procedimientos establecidos en el Tratado de Maastricht.

Dadas las actuales condiciones de la economía mundial, parece probable que no haya otra alternativa para la moneda europea, frente a terceras monedas, que la flotación, sobre todo frente a las otras monedas importantes para la inversión a escala internacional. Es cierto que, a veces, se sugiere intro-

ducir elementos de fijación cambiaria en el orden monetario mundial. Pero, a la vista del volumen y la volatilidad de los flujos internacionales de capitales, cualquier intento de estabilizar artificialmente los cambios estaría condenado a fracasar desde el principio, como bien sabemos por experiencia. Digamos de paso que no es probable que en un área monetaria mayor las fluctuaciones de los cambios afecten adversamente a la economía real tanto como ahora sucede en los distintos «estados» europeos. Al transformarse el comercio exterior entre los países europeos en comercio interior, la integración exterior de la unión monetaria con el «resto del mundo» será mucho menos extensa de lo que es ahora para los estados nacionales y, por tanto, su «vulnerabilidad» a las turbulencias cambiarias será menor. En la medida en que eso ocurra, la fluctuación de los cambios frente a terceras monedas será tolerable. Otro extremo muy importante a este respecto es que el Banco Central Europeo no se verá sometido a las solicitudes contrarias de estabilizar los precios interiores y estabilizar el tipo de cambio exterior.

La flotación de los cambios no debe verse como signo de aislacionismo o interpretarse en el sentido de que Europa mire sólo hacia dentro. Al contrario, la unión monetaria europea debe seguir siendo un socio activo en la cooperación monetaria internacional. Pero unas relaciones cambiarias estables y ordenadas no se consiguen por decreto; surgen de un ambiente económico y político estable. La cooperación, por ejemplo, con la asistencia del FMI puede ayudar considerablemente a crear esas condiciones.

El cosmopolitismo subyacente de la Unión Europea, y de la unión monetaria en especial, seguirá teniendo particular importancia. La liberalización de las transacciones financieras y un intercambio de bienes y servicios tan libre como sea posible serán, en última instancia, ventajosos para todos los participantes. La integración de Europa en un sistema de economía mundial liberal, en el que se aprovechen plenamente las ventajas comparativas de cada país, es una tarea permanente para las autoridades eurocomunitarias y los estados miembros. Medidas proteccionistas en áreas escogidas podrían reportar alguna ganancia a corto plazo, pero a la larga se traducirían en una pérdida de prosperidad mundial. La constitución del mercado único y la integración monetaria progresiva deben contribuir a asegurar que Europa ocupe el puesto que le corresponde dentro de la economía mundial no mediante la creación de bloques comerciales, sino sobre la base de la libre competencia internacional. La dedicación a los asuntos internos europeos, que en estos momentos es inevitable, no debe ser obstáculo para esa cohesión internacional de mayores proporciones.

NOTAS

(*) Título original: «The D-Mark and the single european currency». Traducción de María Luisa Balseiro.

(1) Como es sabido, finalmente ha prevalecido otra denominación para la moneda única europea: el «euro».

EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y EL YEN JAPONÉS EN EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL (*)

Scott E. Pardee

Los manuales de economía nos dicen que el dinero tiene tres funciones esenciales: las de medida de valor, medio de cambio y depósito de valor. La función de medida de valor es importante porque necesitamos un instrumento de medición para comparar los valores de distintos productos. La función de medio de cambio es importante porque las transacciones comerciales y financieras tienen siempre dos caras: algo se compra y se vende a cambio de dinero. El depósito de valor es importante por la dimensión temporal, ya que la inflación acrecienta el valor nominal de los bienes, los servicios y los activos, pero no sus valores reales, lo que origina distorsiones que complican las decisiones de los poderes públicos.

Ha habido varias formas monetarias que satisfacían esos criterios a escala internacional. Es cierto que el oro fue un patrón monetario desde el siglo XIX hasta bien entrado el siglo XX y aún se atesora en las reservas internacionales de los bancos centrales. Pero su papel se ha reducido, ya no es un patrón práctico. Tiene su oferta y su demanda de mercado propias, y un precio que fluctúa considerablemente en respuesta a los nuevos descubrimientos, las técnicas de extracción, las necesidades industriales, los gustos de la industria joyera y las actividades especulativas en todo el mundo. El oro no es medio de cambio, salvo en transacciones muy especiales. Es depósito de valor para muchos inversores de todo el mundo, pero en ese aspecto compiten con él muchos otros tipos de activos, incluidos otros metales, así como depósitos bancarios y valores de renta fija y variable.

Incluso cuando el mundo se regía formalmente por el patrón oro, la moneda de Gran Bretaña, la libra esterlina, funcionó de hecho como moneda internacional desde los inicios del siglo XIX hasta después de la segunda guerra mundial. Fue la época de la hegemonía política y económica de Gran Bretaña como potencia imperial extendida por todo el planeta y, más tarde, del Reino Unido como cabeza de una comunidad de naciones dotadas de leyes y tradiciones bancarias uniformes. Londres fue entonces el centro de banca y finanzas más importante del mundo. Ahora, el Reino Unido es una nación

como cualquier otra de Europa, y la libra ha visto reducido su papel al de moneda nacional; pero Londres sigue siendo el centro más importante de la banca y las finanzas internacionales, según se refleja en la encuesta más reciente de volúmenes de intercambio de divisas en varios centros financieros.

Tras la segunda guerra mundial, fue el dólar el que se impuso como principal moneda internacional. En virtud de los Acuerdos de Bretton Woods, el dólar era convertible en oro, y la cotización de otras monedas se expresaba en dólares y oro. Ese sistema funcionó bien durante casi un cuarto de siglo. Pero las economías de Europa Occidental y Japón se recuperaron y alcanzaron niveles de desarrollo que les permitían competir de manera más efectiva con Estados Unidos. Además, Estados Unidos asumió ingentes compromisos internacionales para contener los avances del comunismo soviético. Al mismo tiempo, la industria estadounidense no fue capaz de mantener su competitividad en bienes de consumo y de capital, y el gobierno no logró sujetar la inflación. Por otra parte, la demanda internacional de reservas monetarias alcanzó tales proporciones que los depósitos de oro de Estados Unidos llegaron a ser insuficientes como respaldo del dólar o del sistema monetario internacional. De ahí que el sistema de Bretton Woods sufriera graves tensiones en los últimos años sesenta y primeros setenta. Tras ser devaluado dos veces, en 1971 y 1973, el dólar quedó en flotación. Desde entonces, no ha habido una forma monetaria única, metal o moneda, que sirviera de medida estándar de valor en todo el mundo.

Hoy se suele hablar de tres bloques de monedas: el dólar estadounidense, las monedas europeas, centradas en el marco alemán, y el yen japonés. En este mismo volumen, otros expertos nos ilustran sobre los mecanismos monetarios europeos; yo voy a centrarme en el dólar y el yen, y sólo al final diré unas palabras sobre las monedas europeas.

Para Estados Unidos, el hecho de que su moneda fuera también el principal numerario del comercio y la inversión mundiales ha sido siempre un arma de doble filo. Para quienes nos movemos en

el ámbito financiero, ha sido muy importante. En los años cincuenta y sesenta, los bancos americanos extendieron sus actividades por todo el mundo y fueron bien acogidos porque en aquel momento también las compañías americanas expandían sus inversiones en el extranjero. El capital estadounidense fluía al exterior, pero la balanza comercial norteamericana pasó del superávit al déficit. A comienzos de los años sesenta, el déficit de la balanza de pagos era ya enorme. Para reducir las salidas de capital, el gobierno de Estados Unidos empezó a limitar la libertad de operación de los bancos y entidades de inversión del país en los mercados financieros mundiales. Los bancos protestaron contra esas medidas, pero sobre todo trasladaron sus bases de operaciones al exterior, a Londres en particular. A la vez, la banca extranjera acrecentaba su presencia en Estados Unidos, en parte para acceder al mercado de dinero estadounidense. Así, el dólar siguió creciendo como numerario internacional, aunque los bancos americanos perdieran entretanto algo de su ventaja competitiva.

En general, a los exportadores e importadores estadounidenses también les benefició que el dólar fuera la moneda de intercambio y reserva, siquiera por la comodidad de fijar precios y facturar en dólares, y financiar con ellos sus transacciones. Pero, a medida que crecía el déficit comercial, algunos fabricantes empezaron a quejarse de que el tipo de cambio les situaba en desventaja frente a sus competidores de Japón y de Europa Occidental. En varias ocasiones, el gobierno les dio la razón, y en 1971 y 1973, y nuevamente en los Acuerdos del Plaza en 1985, negoció reajustes de la paridad que reducían sustancialmente el valor del dólar frente a otras monedas importantes.

Cuando el presidente Clinton asumió el cargo en 1993, dirigentes de muchas compañías y sindicatos estadounidenses, y también economistas, pedían una apreciación del yen japonés para corregir el enorme desequilibrio comercial de Estados Unidos con Japón. En el mes de febrero de aquel año, el secretario del Tesoro, Bentsen, hizo unas declaraciones a la prensa que empujaron a los operadores en divisas a vender dólares y comprar yenes. Todos los responsables de la Administración Clinton niegan que en los comentarios de Bentsen hubiera una intención deliberada de elevar la cotización del yen, pero los mercados de divisas opinan de otro modo, pues no sería la primera vez que un secretario del Tesoro americano hace subir el yen o el marco por ese procedimiento. En todas esas ocasiones, el resultado fue siempre el mismo: ventas masivas de dólares que obligaron al Tesoro americano y la Reserva Federal a apuntalar la moneda interviniendo en el mercado, generalmente con la cooperación de los otros grandes bancos centrales.

El actual secretario del Tesoro, Robert Rubin, que cuando estaba en el sector privado supervisó las operaciones *forex* del banco de inversiones

Goldman Sachs, afirma sin rodeos que a los intereses nacionales les conviene un dólar fuerte. Pero otras autoridades del país no se muestran así de claras, y entra dentro de lo posible que futuros presidentes y secretarios del Tesoro vuelvan a utilizar el mismo expediente para debilitar el dólar, y con ello potenciar las exportaciones estadounidenses y, en general, proteger a las empresas nacionales frente a la competencia exterior.

Depreciar el dólar por la vía de las declaraciones no es una manera de actuar digna de quienes gestionan la principal moneda de comercio y reserva del mundo. El dólar es muy utilizado en todos los países para toda clase de operaciones. Es la principal moneda en los mercados de eurodinero y eurobonos. Hace años que en muchos países de América Latina se emplea como alternativa directa a la moneda local. En estos momentos, la población de Rusia se sirve de billetes de dólar en lugar de rublos para muchas transacciones cotidianas.

Por otra parte, los inversores extranjeros han colocado cientos de miles de millones de dólares en los mercados estadounidenses de valores, incluidos los de títulos del Tesoro. Actualmente, el déficit presupuestario de Estados Unidos sobrepasa los 160.000 millones de dólares, que viene a ser la mitad de lo que era hace unos años, y aún puede seguir reduciéndose, pero es demasiado con relación al ahorro nacional. Estados Unidos depende de que los inversores extranjeros sigan incrementando sus carteras de títulos del Tesoro. Al mismo tiempo, sostiene un déficit comercial que este año será del orden de 160.000 millones de dólares. Para compensar el exceso de dólares que afluye al mercado de divisas como resultado de su déficit comercial, más las continuas salidas de capital de inversión americano, Estados Unidos depende de que los inversores extranjeros compren sus valores de renta variable y fija, sus activos inmobiliarios y sus empresas. Los inversores extranjeros se han visto recompensados con ganancias sustanciosas en dólares a lo largo de los años, pero no siempre ha sido así, sobre todo para quienes partían de monedas fuertes como el marco y el yen.

A comienzos de 1995, el dólar sufrió fuertes presiones a la baja frente al marco y el yen, en circunstancias que pusieron de relieve la complejidad de su cometido como moneda internacional. En parte, la venta masiva de dólares se produjo por la situación de México. Como es sabido, el presidente Carlos Salinas de Gortari, durante su mandato de 1988 a 1994, tuvo cierto éxito en sus propósitos de modernizar e industrializar el país. Ante los inversores internacionales, México presentaba bastantes atractivos, y aparecía como modelo para otras economías emergentes.

En ese tiempo, México negoció un tratado encaminado a reducir sus barreras comerciales frente a Estados Unidos y Canadá, el llamado Acuerdo de

Libre Comercio de América del Norte (ALCAN). El ALCAN fue una buena idea para los tres países. En Estados Unidos se discutió acaloradamente, porque muchas empresas y sindicatos temían perder negocio y puestos de trabajo frente a México, donde los salarios son más bajos. Pero el presidente Clinton logró que el Congreso lo ratificara, argumentando que la expansión del comercio entre los dos países crearía más puestos de trabajo en Estados Unidos que los que en un primer momento pudieran perderse.

Sin embargo, en el transcurso de 1994, México sufrió una desdichada sucesión de perturbaciones políticas y económicas. El Banco de México tuvo que emplear gran parte de sus reservas de dólares en la defensa del peso. El 20 de diciembre, el nuevo presidente mexicano, Ernesto Zedillo Ponce de León, decidió devaluar la moneda. Esa medida sorprendió desprevenidos a muchos inversores internacionales, que no sólo liquidaron sus carteras de valores mexicanos y vendieron pesos, sino que además se retiraron de otros países con mercados emergentes.

El problema de México era un enorme déficit comercial que requería fuertes y continuas inyecciones de capital y la existencia de grandes cantidades de deuda pública en manos de inversores extranjeros que, en la nueva situación, querían venderla. El presidente Zedillo y su equipo impusieron medidas fiscales y monetarias draconianas a la vez que solicitaban un paquete sustancial de créditos para reponer las reservas de divisas y apuntalar el sistema financiero del país. Estados Unidos y otros países miembros del Fondo Monetario Internacional respondieron con créditos cuantiosos, en parte para ayudar a México a remontar la crisis inmediata, pero también para impedir que la crisis se extendiera a otros países. Esta vez el presidente Clinton no consiguió el apoyo del Congreso y optó por conceder los créditos con cargo a fondos consignados para situaciones financieras de emergencia.

Todo esto eran malas noticias para el dólar. También Estados Unidos es un país con un fuerte déficit comercial que hay que financiar mediante entradas de capital exterior y con una proporción muy alta de su deuda pública en manos de inversores extranjeros. Además, si Estados Unidos acudía al rescate de México, donde el dólar circula como segunda moneda, surgía la pregunta: ¿tendrá también que sacar a flote a otros países del área del dólar? Ante esas incertidumbres, los mercados de divisas empezaron a cambiar dólares por marcos y yenes. A la vez que estas monedas empezaban a apreciarse frente al dólar, corrió la voz de que los bancos centrales de Asia y América Latina estaban vendiendo dólares, uniéndose a la avalancha compradora de marcos y yenes. Esto se entendió como un trasvase de asignación de activos entre las monedas de reserva, y fue particularmente peligroso, porque las cantidades de dólares que mantienen los

bancos centrales son del orden de cientos de miles de millones.

México ha cumplido sus compromisos internacionales de endurecer sus políticas fiscal y monetaria y eliminar el déficit comercial. Ahora, la economía mexicana está profundamente deprimida y la confianza aún no se ha recuperado totalmente. Estoy seguro de que la situación mejorará de aquí a unos meses. Los problemas de México ya no repercuten en otros países, y el Grupo de los Siete ha colaborado con el FMI en el diseño de nuevos procedimientos de actuación para futuros casos de apuro financiero en un país que pudieran desencadenar crisis de mayores proporciones para las economías de mercado emergentes.

Además, en el mes de abril de 1995, los países del Grupo de los Siete acordaron una estrategia para conseguir lo que ellos denominaron una inversión ordenada de la depreciación excesiva del dólar. Desde entonces, la moneda americana se ha recuperado notablemente frente al marco y el yen gracias a un proceso de cancelación de posiciones especulativas, en parte inducido por intervenciones oportunas de los bancos centrales. En mi compañía, Yamaichi International (America), Inc., hemos visto comprar activos en dólares a bancos centrales asiáticos y latinoamericanos que están volviendo del yen al dólar.

Así pues, el dólar continúa siendo una moneda importante de comercio y reserva, pero Estados Unidos tiene que seguir reduciendo sus déficit presupuestario y comercial, y reducir aún más su dependencia de los inversores extranjeros para financiar ambos. De todos modos, en cualquier parte del mundo y en cualquier momento pueden producirse acontecimientos que desaten nuevas ventas masivas de la moneda americana. Los críticos de la cooperación internacional entre ministerios de finanzas y bancos centrales suelen afirmar que el Grupo de los Siete, y el propio FMI, son ineficaces. Yo no estoy de acuerdo. Es imprescindible mantener una comunicación constante y profunda entre las autoridades financieras del mundo para asegurar que las tensiones que inevitablemente surgen en los mercados financieros y de divisas no se traduzcan en una volatilidad innecesaria de las paridades.

En Japón, el posible papel del yen como moneda de reserva se discute desde hace muchos años. En la época de posguerra, se empezó fijando su cotización en 360 el dólar. En 1971 se produjo su primera revaluación, y desde entonces no ha dejado de apreciarse. En abril de 1995 se cambiaba a 80 el dólar; es decir, el dólar valía frente al yen la cuarta parte que hace veinticinco años. La paridad ha fluctuado mucho de año en año, pero hay una clara tendencia al alza. El yen se ha fortalecido también sustancialmente frente a las monedas europeas.

La razón principal de la fortaleza del yen ha sido la enérgica actividad comercial del Japón, un país que tiene una gran población sobre una extensión

pequeña de tierra útil, con unos recursos naturales modestos. Por ejemplo, tiene que importar prácticamente todo el petróleo y el gas que consume.

Desde la guerra, el Japón democrático ha podido acceder a los recursos del exterior gracias a una orientación exportadora. Las compañías japonesas compiten vigorosamente entre sí en el mercado nacional desarrollando y perfeccionando productos que a continuación se puedan vender fuera. Durante muchos años el mercado nacional estuvo muy protegido frente a la competencia exterior, y ello proporcionó a las empresas japonesas una base en la que podían sostener su rentabilidad mientras pugnaban por introducirse en determinados mercados extranjeros. De todos modos, si sus productos triunfaron en la competencia mundial fue porque eran de gran calidad.

En años más recientes, Japón ha ido abriendo paulatinamente sus mercados a la competencia extranjera, a menudo muy en contra de su voluntad, y ahora es un importador importante de muchos productos, desde alimentos hasta equipo de alta tecnología. Pero sigue teniendo un superávit comercial de casi un 3 por 100 del PIB, el mayor de los países industriales.

Una segunda razón del superávit comercial de Japón es la alta tasa de ahorro, que sigue siendo superior al 15 por 100 del PIB. Es una herencia de la guerra, cuando muchas familias vieron evaporarse lo que tenían ahorrado. La población está envejeciendo y la esperanza de vida de los japoneses es una de las más altas del mundo. Los japoneses ahorran sencillamente para la vejez. Hasta años recientes, su forma de vida era también sencilla, con casas pequeñas y dedicación al trabajo seis días a la semana. Ahora se están volviendo más consumistas, sobre todo porque viajan al extranjero y ven lo que compran los americanos y europeos. Y muchas veces descubren que productos hechos en Japón están más baratos fuera que en su país, lo cual es otra prueba de que hay que desregular más la economía japonesa.

Sea como fuere, el hecho es que una parte del ahorro de Japón se invierte en el exterior, a veces en cantidades enormes, y esas salidas de capital han servido, en general, para contrarrestar el altísimo superávit comercial. A finales de los ochenta, durante los años de la llamada economía burbuja, cuando en Japón se dispararon los precios de la propiedad inmobiliaria y de la Bolsa, la emigración de capital llegó incluso a ser mayor que el superávit comercial. Aun así, el yen se mantuvo fuerte, en parte porque los inversores extranjeros compraban títulos japoneses. Las burbujas de los precios inmobiliarios y bursátiles reventaron a comienzos de los noventa, dejando al país con un gran superávit comercial, pero menores salidas de capital, y sentando con ello las bases de la reciente fortaleza de la moneda.

También la política cambiaria del gobierno japonés ha evolucionado a lo largo del tiempo. Hasta los primeros años setenta, aunque aumentaba el superávit comercial y, en general, el de toda la balanza de pagos, el gobierno se resistió tenazmente a revaluar el yen por temor a que el país perdiera su ventaja competitiva en el comercio internacional. Pero, al apreciarse el yen, las autoridades empezaron a tomar conciencia de las ventajas de un círculo virtuoso: la fortaleza de la moneda acrecentaba la capacidad adquisitiva del público a la vez que mantenía sujeta la inflación, y la baja inflación mantenía fuerte la moneda.

En los últimos años ha habido cierta división de opiniones entre las autoridades financieras —que prefieren la estabilidad, pero ven con satisfacción que el yen se aprecie gradualmente— y las empresas manufactureras de Japón. Las empresas no protestan demasiado ante una apreciación gradual, en parte porque así se reduce el coste de las materias primas que importan. Pero se quejan amargamente cuando el yen se aprecia tan de prisa que pone en peligro su competitividad y su rentabilidad. Estoy seguro de que se llevaron un gran disgusto cuando el yen alcanzó los 80 el dólar en la pasada primavera. Están mucho más contentos ahora con el cambio en torno a 100; estarían todavía más contentos si estuviera en la banda de 105-110.

Conforme la moneda local se apreciaba, el Banco de Japón compraba masivamente la moneda americana, y ahora tiene una reserva de unos 180.000 millones de dólares, la mayor del mundo. De hecho, en la medida en que los inversores privados japoneses no han exportado voluntariamente cantidades suficientes de capital en los últimos años, el Banco de Japón ha equilibrado la balanza mediante sus compras de dólares para estabilizar el yen en el mercado de divisas, utilizando esos dólares para adquirir títulos del Tesoro estadounidense.

El alza rápida del yen en los dos últimos años ha creado varios problemas para Japón. Básicamente, ha prolongado la recesión causada por el colapso de las burbujas inmobiliaria y bursátil que se produjo en 1991-1992. La economía japonesa lleva casi cuatro años estancada y la previsión de crecimiento del PIB para el año próximo se sitúa en un 1 ó 2 por 100. Para seguir siendo competitivas, muchas grandes compañías japonesas han trasladado la producción a plantas situadas en el extranjero. De paso, han hecho inversiones cuantiosas en otros países de Asia, y también en Estados Unidos y Europa Occidental. Los países asiáticos miran todavía con recelo esa nueva relación con Japón, pero las compañías están creando puestos de trabajo y generando exportaciones desde ellos, y eso sienta muy bien. Para Japón es un proceso de vaciamiento, ya que lo que se exporta no son bienes, sino capital, fábricas y empleos. Estados Unidos pasó por la misma evolución en los años cincuenta y sesenta, la época en

que el dólar fue la moneda hegemónica en el comercio y las reservas.

Vemos, pues, que el yen ha ganado en estatura como moneda internacional; en gran medida, debido a la fuerza de Japón como exportador de bienes y capital, pero también por el alcance mundial de sus compañías y sus empresas financieras. En Asia, los bancos centrales han acumulado reservas adicionales en yenes o se han diversificado cambiando por yenes una parte de sus dólares.

Pero hay dos inconvenientes. Primero, que el sistema bancario japonés está atravesando un invierno. Los bancos que prestaron con largueza al sector inmobiliario se encuentran ahora con muchos incobrables; el gobierno japonés calcula que por valor de unos 400.000 millones de dólares, pero los analistas privados elevan esa cifra hasta 800.000 millones. El Banco de Japón ha bajado los tipos de interés al mínimo; la tasa oficial de descuento está en el 0,5 por 100, lo cual deja a la banca amplios márgenes de ganancia en sus operaciones corrientes. Pero no todos los bancos están ganando lo bastante para compensar la falta de liquidez resultante de los préstamos incobrables. Ya ha habido varias quiebras de entidades crediticias especializadas en el sector inmobiliario tras retiradas masivas de depósitos.

El Ministerio de Finanzas y el Banco de Japón han trabajado con ahínco para limitar el posible daño a otros bancos y a la credibilidad del conjunto del sistema bancario, pero la inquietud subsiste. Haría falta una inyección de fondos públicos para proveer de capital a los bancos que están pasando por mayores dificultades, como recientemente se hizo en Estados Unidos y otros países. Y la economía tiene que empezar a crecer. Las políticas fiscal y monetaria son estimulantes, y si el yen se mantiene en torno a su cotización actual de 100 el dólar, la economía crecerá en 1996. Entre tanto, los bancos japoneses están pagando con prima los dólares y otras monedas que les prestan los mercados de dinero internacionales. Financiar el yen es barato, pero no es fácil basar una moneda internacional en un sistema bancario que está pasando por tales aprietos.

El segundo inconveniente es que Tokyo no es el emplazamiento ideal para un centro monetario internacional. Algunos aspectos de la vida ciudadana son francamente agradables, y los japoneses, cuando se llega a conocerlos, son gente de fiar como clientes y como socios. Pero la mayoría de los bancos y sociedades de valores extranjeros se quejan de las muchas dificultades que encuentran para establecerse en la capital japonesa, hasta el punto de que la mayoría de los bancos extranjeros prefieren centrar sus actividades asiáticas en Hong Kong o Singapur. En Tokyo, antes o después, hay que aprender la lengua del país, que es tan difícil que los propios japoneses necesitan diez años de estu-

dio para dominarla. Por otra parte, la fortaleza del yen hace de Tokyo una de las ciudades más caras del mundo para vivir y trabajar.

Dicho esto, yo creo que el papel del yen japonés seguirá acrecentándose en los próximos años. Las compañías japonesas están resueltamente embarcadas en estrategias globales. Los bancos japoneses saldrán robustecidos de las dificultades que ahora atraviesan, como les sucedió a los bancos americanos a comienzos de la década. Las autoridades japonesas comprobarán las ventajas de abrir más sus mercados de bienes y servicios, incluidos los servicios financieros. Y el yen, aunque no se aprecie en los próximos veinticinco años tan deprisa como en los veinticinco años últimos, sin duda seguirá siendo una moneda muy fuerte.

Prometí decir algo sobre Europa. Las razones que abogan por una moneda única en Europa son ahora más fuertes que nunca. En el siglo XXI, varios países de gran población emergerán como potencias industriales de primer orden, al lado de Estados Unidos, Japón y, colectivamente, Europa. Entre ellos estarán China, Rusia y, posiblemente, la India. Tienen mano de obra barata y están dotándose de capacidad industrial basada en la tecnología moderna. Cuentan con poblaciones despiertas y muy emprendedoras, más dadas al trabajo duro que a la ociosidad. Además, son economías con monedas únicas que facilitan el comercio y las finanzas dentro y fuera de sus fronteras. Europa es un mercado de 340 millones de personas, pero sigue estando fragmentada en tantos pedazos, y opera con tantas monedas, que no le será fácil mantener su ventaja competitiva frente al desarrollo de otras naciones.

Esta lógica fría de la necesidad de llevar adelante la unificación choca con la dura realidad de las actuales políticas económicas y las prácticas de los mercados. Hasta ahora, ninguno de los estados miembros de la Unión Europea ha alcanzado la feliz combinación de crecimiento económico sólido, inflación moderada, desempleo escaso y déficit público bajo. En estos momentos sólo Alemania, Luxemburgo e Irlanda satisfacen los criterios clave de un déficit presupuestario inferior al 3 por 100 del PIB y una deuda pública del 60 por 100 del PIB.

Algunos otros países están cerca de cumplir esas condiciones, pero casi todos tendrían que adoptar políticas presupuestarias draconianas para lograrlo. Prácticamente todos los participantes reconocen en privado que habrá que retrasar la entrada en vigor de la unión monetaria europea y que los distintos países tendrán que incorporarse por etapas, pero los dirigentes políticos son reacios a negociar enmiendas sustantivas del Tratado, porque sería tanto como confesar su incapacidad de llevarlo a la práctica.

La prueba decisiva del Tratado de Maastricht está en manos de los operadores en los mercados de divisas y de los inversores en los mercados de capi-

tales. Tras la disolución efectiva de las bandas estrechas del mecanismo cambiario europeo en 1992-1993, los mercados no acaban de creerse que los países miembros sean capaces de mantener unas paridades fijas, y mucho menos de adoptar una moneda única. En 1995, todas las monedas han sufrido rachas de volatilidad en respuesta a cambios súbitos de las expectativas de los mercados. La amplitud de los márgenes de variabilidad actuales ha hecho desaparecer las apuestas unidireccionales que se daban bajo las bandas estrechas. Pero los mercados saben que cada vez que las monedas europeas se ven sometidas a fuertes presiones alcistas o bajistas los bancos centrales se encuentran ante opciones desagradables —si intervenir, cambiar los tipos de interés en el interior o buscar soluciones a más largo plazo para presiones que podrían ser momentáneas—, opciones que siempre ofrecen oportunidades de lucro a los operadores. Las inestabilidades entre las monedas europeas tienden a desestabilizar también otros mercados, como el del dólar e incluso el del yen.

El objetivo debe ser, pues, persuadir a los mercados de divisas de la conveniencia de apostar por la estabilidad de los cambios en Europa más que por una volatilidad persistente.

¿Qué deben hacer para eso las autoridades? No hay escapatoria: los países de la Unión Europea de-

ben apresurarse a cumplir los criterios básicos de política presupuestaria que establece el Tratado de Maastricht. Eso provocará debates encarnizados del presupuesto en muchos países, como ha sucedido en Estados Unidos. Antes o después, la Unión Europea tendrá que modificar el calendario de la unión económica para que la integración inicial abarque el mayor número de países posible. Yo señalaría el 2002 como nueva fecha para hacerla coincidir con el plazo estadounidense de eliminación total del déficit presupuestario. Estados Unidos tiene ya la proporción más baja de déficit a PIB entre los países industrializados. Si consiguen eliminarlo mientras Europa sigue entregada a la irresponsabilidad presupuestaria, el dólar será fortísimo.

Para concluir, resulta especialmente conveniente el debate público de los problemas que rodean el futuro monetario y financiero de Europa, ya que cuanto mejor comprendan los ciudadanos cuáles son los objetivos y las exigencias del Tratado de Maastricht, mayores serán sus posibilidades de éxito.

NOTA

(*) Título original: «The roles of the US dollar and Japanese yen in the International monetary system». Traducción de María Luisa Balseiro.

PALABRAS DE CLAUSURA

Alfredo Pastor

Agradezco la oportunidad que me brinda la Caja de Navarra de participar por segunda vez en unas Sesiones de Trabajo de Tesorería que congregan tradicionalmente personas de gran autoridad profesional en torno a un asunto de interés. Al leer el programa de estas XIV Sesiones he lamentado no haber podido estar entre el público ayer y hoy. «Globalización de los mercados financieros», «Dualismo entre economía real y financiación», «Áreas monetarias», «Aspectos técnicos y monetarios de la construcción europea» —por no hablar de «La economía española ante el examen de Maastricht»— son títulos que señalan grandes cuestiones de la economía mundial y, en particular, de la construcción europea, que es a lo que quisiera referirme en estas palabras de clausura, que desearía —aunque no tanto como ustedes— que fueran breves.

Para entendernos, la UE se halla sometida a fuerzas de tres tipos: hacia la *ampliación*, hacia el *ensanchamiento* y hacia la *profundización*. El proceso descrito por el Tratado debe ser visto, ante todo, como una respuesta exclusivamente económica a unas exigencias que tienen aspectos económicos importantes, pero que no son sólo económicas: no hay que olvidar que el móvil inicial del proyecto europeo es político, y lo es económico es sólo el camino que, en el momento fundacional se consideró más fácil. Tampoco en España el movimiento de integración con el resto de Europa tiene un interés exclusivamente económico, aunque la prosperidad material que la apertura hacia Europa nos ha dado desde 1960 es, naturalmente, un poderoso incentivo.

Por ser una respuesta económica a unos problemas más amplios, el proceso descrito por el Tratado —qué es el que estamos siguiendo fielmente hasta ahora— da lugar a dos clases de incertidumbre:

a) Las exigencias del Tratado, ¿son beneficiosas para los estados miembros?

b) El proceso del Tratado, ¿es el más urgente?

A la primera pregunta se puede responder, en términos generales, afirmativamente *hoy* (no hace

veinte años). Queda la duda de si una receta buena para cada estado miembro lo será para todos a la vez. No hay que perder de vista que las recetas del Tratado pueden ser a la vez beneficiosas para cada Estado en una economía abierta, y la Unión Europea en su conjunto una zona más cerrada que Estados Unidos, por ejemplo. En esas condiciones, las pautas del Tratado pueden imprimir un sesgo deflacionista a la política económica resultante.

La segunda —¿es la Unión Monetaria lo más urgente?— es estrictamente política (lo cual no quiere decir que no sea importante) y tiene dos dimensiones. La primera, abstracta: ¿es posible la unión monetaria *antes* de la unión política?; los fundadores de la CE creían que sí, otros creen que no; en abstracto, la pregunta no tiene contestación. La segunda: ¿puede concebirse que un avance en otras dimensiones facilite el proceso de unión monetaria?, está en la base de conceptos como la *integración variable*, que empiezan a explicarse extraoficialmente con interés. El argumento oficial («no hay mercado único sin moneda única») no responde a la cuestión, que es si es indispensable tener una unión monetaria el 1 de enero de 1999 para que se preserve el mercado único.

Si se compara la situación actual con la existente justo después de la firma del Tratado, hay que reconocer un progreso que considero fundamental en tres dimensiones:

a) En primer lugar, la pieza verdaderamente importante del proyecto económico europeo —el mercado único, para el que la UM tiene un papel instrumental— ha sobrevivido a una recesión profunda (1991 ó 1992 a 1994). En efecto, los beneficios de la unión económica provienen, sobre todo, del mercado único; los que añade a éste una unión monetaria son de un orden de magnitud inferior. Y no hace muchos años que una recesión como la sufrida por el conjunto de países de la Unión entre 1992 y 1994 hubiera llevado a los gobiernos nacionales a anteponer sus intereses más inmediatos al mantenimiento de la apertura de los mercados.

b) En segundo lugar, se ha sabido modificar las

reglas para que sean instrumentos de cooperación, no de confrontación. El ejemplo más notable de esta actitud lo constituye la decisión de ampliar las pautas del SME hasta el 15 por 100. Adoptada el 2 de agosto de 1993, y que devolvió la estabilidad al sistema; en general, al tratar de contestar de forma apresurada a la pregunta de si será posible una unión monetaria en 1999 se olvidan las muchas posibilidades que el texto y el espíritu del Tratado brindan al ejercicio de la voluntad política.

c) Quizá lo más importante, hay (un poco más de) debate, quizá mejor disposición a escuchar. En 1991-1992 se disimulaban dudas que muchos tenían y quienes se atrevían a expresarlas eran condenados al ostracismo. Es tranquilizador que ello ya no sea así, porque siempre asusta oír que se proponen soluciones sencillas para problemas que uno adivina complicados.

Uno tiene derecho a preguntarse, en fin, si vale la

pena insistir en los proyectos de construcción europea. Confieso que no me gustan las lamentaciones basadas en un pretendido destino o en una inevitabilidad histórica: después de todo, hasta pasada la Segunda Guerra Mundial, nadie, salvo Zeus, había suspirado por Europa, mientras que Dante ya se lamentaba de Italia cinco siglos antes que ésta existiera como Estado, y los románticos alemanes hablaban de Alemania casi un siglo antes de la unificación. Europa no es la realización política de un sentimiento nacional, tampoco será la ocupación de un nuevo territorio por parte de una etnia dominante. Es un proceso que, emprendido desde la soberanía nacional, ha traído paz y prosperidad a Europa durante más de una generación. Sólo por esto estimo que vale la pena insistir en la idea; en cuanto a los detalles del proceso, será bueno recordar la frase, atribuida a Truman en respuesta a una pregunta sobre su política económica: «Probaremos esto, y si no da resultado, probaremos otra cosa.» Muchas gracias.

CLAUSURA DE LAS XIV SESIONES DE TRABAJO DE TESORERÍA

Javier Otano

Cumplo con gusto, y por primera vez, la tradicional obligación del Presidente del Gobierno y de la Caja de Ahorros de Navarra de clausurar las Sesiones de Trabajo de Tesorería, que desde hace ya catorce años venimos desarrollando con la inapreciable ayuda de quienes colaboran con nosotros y de quienes nos apoyan con su presencia. A todos ellos, en primer lugar, nuestro agradecimiento, porque son quienes hacen posible que compartamos, año tras año, estos dos días de trabajo intenso en los que tratamos de pasar revista a aquellos acontecimientos financieros que han destacado en el próximo pasado o se anuncian como fenómenos de singular importancia en el cercano futuro.

Y ha sido, justamente, el futuro lo que hemos intentado otear en las últimas cuarenta y ocho horas. Un futuro que viene marcado por unas cuantas notas que lo han de caracterizar inexorablemente.

La primera de ellas es la de la globalización de los mercados. Hace muy pocos días, en las reuniones celebradas en Washington por las juntas de gobernadores del Grupo del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, el señor Rubin, gobernador del Banco y del Fondo por Estados Unidos, señalaba que «vivimos en una economía aún más global, en la que el bienestar y el progreso de todas las naciones están cada vez más entrelazados y en la que las naciones más pequeñas y las más grandes son partes integrantes de una economía global y profundamente afectada por decisiones y sucesos ocurridos fuera de sus fronteras». Esta idea central ha presidido la elaboración del programa de nuestras sesiones de trabajo, porque hemos considerado que los factores internacionales de la actividad financiera influyen de forma trascendente en cualquier decisión que puedan tomar las entidades nacionales. Y esa influencia se ha de transmitir, asimismo, a la producción y distribución de bienes y servicios de que se ocupa la economía real.

Este es el marco general en el que los europeos hemos de movernos, y por ello su tratamiento era preciso y necesario para abordar nuestros problemas más cercanos. ¿Cuáles son estos problemas?

También muy recientemente, el *Libro Verde* de la Comisión Europea señalaba que la creciente integración de las economías europeas exige una mayor coordinación monetaria en un contexto marcado por la desaparición del sistema de cambios fijos y la globalización de la economía mundial. En este marco, el primer tema indispensable era precisar la situación española en punto al cumplimiento de las exigencias del Tratado de la Unión Europea. No se trata —parece necesario subrayarlo— de un mero ejercicio de masoquismo económico que muestre las dificultades que estamos teniendo para reorientar nuestro rumbo europeo. Es, muy al contrario, un nuevo esfuerzo por señalar las vías que hemos de seguir para que los ideales europeos no se alejen cada día un poco más, es una llamada de atención a todos los protagonistas de la vida económica reclamando su colaboración para lo que ha de ser —en mi sentir— una tarea nacional por encima de cualquier consideración de bandería o de partido.

Pero estemos donde estemos, el avance en la construcción europea tiene jalones bien definidos. Y uno de ellos, posiblemente el más significativo, es el de la moneda única.

El sistema monetario europeo ha significado un factor de disciplina para las monedas europeas cuya importancia no necesita ser mencionada. Pero no ha estado libre de fluctuaciones, que han puesto en grave peligro la pervivencia del sistema. Por ello, se han de quemar etapas en la consecución del objetivo que puede evitar los ataques laterales a las monedas integradas en el sistema. La Comisión Europea ha señalado cinco ventajas de la moneda única en las que, creo, todos podemos estar plenamente de acuerdo:

- 1) Con una moneda única, el mercado único será más eficaz, pues evitará que las variaciones en los tipos de cambio perturben los intercambios comerciales o las inversiones, modificando su rentabilidad de forma muchas veces imprevisible. Con una moneda única, podrán compararse correctamente los precios de los bienes y servicios más allá de las fronteras, fomentándose así

la competencia en beneficio último de los consumidores.

2) La moneda única podrá favorecer la inversión y el empleo, de una parte, porque exige como condición previa la existencia de un marco económico en el que el déficit público deberá estar controlado y asegurada la estabilidad de los precios, y, de otra, porque el Banco Central Europeo podrá preservar la estabilidad de los precios y de la moneda en el ámbito europeo. Si el Banco Central Europeo cumple satisfactoriamente su función, los tipos de interés podrán bajar a niveles razonables, afianzándose así las posibilidades de una mayor inversión y la consecuente creación de empleo.

3) La moneda única supone la desaparición de los costes de transacción, que se han evaluado en torno al 0,3 y 0,4 por 100 del producto interior bruto de la Unión, lo que no es una cifra despreciable.

4) Otro factor a considerar es la importancia de la Unión Europea como primera potencia comercial del mundo. Junto con el dólar y el yen, su moneda será una de las principales divisas mundiales. Dotada de una moneda internacionalmente reconocida, Europa podrá, junto con Norteamérica y Ja-

pón, tratar de conseguir una mayor estabilidad del sistema monetario internacional.

5) Finalmente, se ha puesto de manifiesto que el paso a la moneda única significa la pérdida de la soberanía monetaria nacional. Ahora bien, en un contexto de economías interdependientes, de libertad de movimiento de capitales, parece mucho más útil que los bancos centrales nacionales puedan ejercitar una soberanía monetaria común para gestionar una de las más fuertes monedas del mercado.

Este es, a grandes rasgos, el ámbito en el que diseñamos las XIV Sesiones de Trabajo de Tesorería. Para desarrollar los distintos temas que las articulan, hemos conseguido la colaboración de un conjunto de personalidades cuya cualificación técnica es difícilmente superable. A todos ellos quiero, una vez más, reiterarles nuestro profundo agradecimiento por que hayan podido compartir unas horas de su preciado tiempo con nosotros. Y quisiera también terminar agradeciendo a los asistentes su fidelidad en acudir a la cita navarra del mes de noviembre. Sin su presencia y su participación perderían todo significado estas jornadas de reflexión, de estudio y de contacto entre profesionales. Por ello, a todos, muchas gracias.

**LISTA DE ASISTENTES
A LAS XIV SESIONES DE TRABAJO
DE TESORERÍA**

Abad Chomón, Miguel Angel. Banco Inversión.
Abella Mascarilla, José. Caja de Ahorros de Terrasa.
Aguirre Garai, Mikel. Caja Rural Vasca.
Alarcón Yuste, Salvador. Lloyds Bank.
Alcalde Moraño, David. Dai-Ichi Kangyo Bank.
Alcaraz, Pedro. Corretajes e Información Monetaria.
Aldaz Díaz de Rada, José Manuel. Caja de Ahorros de Navarra.
Alli Aranguren, Juan Cruz. Gobierno de Navarra.
Almazán Canencia, Alfonso. Corretajes e Información Monetaria.
Alonso, Javier. Diagram CTI.
Álvarez Misiego, Angel Luis. Instituto de Crédito Oficial.
Álvarez Ranz, Javier. Caja Postal de Ahorros.
Álvarez Ruza, Alberto. Eurodeal.
Álvarez Vaquerizo, José. Banco Santander de Negocios.
Amengual Soria, José. Banco Atlántico.
Antón, José Antonio. Fundación FIES.
Aragón Velasco, Dolores. Capital Markets.
Arce Torres, David. Banco Santander.
Arias González, Florentino. Caja de Ahorros de Madrid.
Artaso Senosiain, Miguel Angel. Caja de Ahorros de Navarra.
Arteaga Ruiz, María. Industrial Bank of Japan.
Asenjo, Jesús. Banco Atlántico.

Baño, Alejandro. Inverban SVB.
Balaguer Escrig, Conrado. Caja Rural Credicoop.
Bartolomé Castañeda, Antonio. Banco Español de Crédito.
Blanco, Rufino. Corretajes e Información Monetaria.
Boned Juliani, Javier. Ibercaja.
Bravo García, Justo. Confederación Española de Cajas de Ahorros.
Buela Chueca, Federico. Deutsche Bank.
Busto Sastre, Pedro. Caja Postal de Ahorros.

Camdessus, Michel. Fondo Monetario Internacional.
Caminos Otermín, Iñaki. Bilbao Bizkaia Kutxa.
Cancela Sánchez, Angel. Caja de Ahorros de Galicia.
Carapeto Martínez, Julio. Gesmosa.
Carro Martín, César. Caja Rural de Soria.
Cavero Martínez, Pablo. Barclays Bank.
Collado, Juan Bautista. Bankinter.
Corsín Giménez, Gerardo. Banco EBN.
Costa Ran, Luis. Escuela Superior de Agricultura de Barcelona.

De Diego, Angel. Banco de España.
De Vicente Maroto, Carlos. Diagram CTI.
Deniz Gento, Marta. Banco Bilbao Vizcaya.
Díaz Castro, Benjamín. Banco Español de Crédito.
Domínguez Castro, Juan Ramón. Eurodeal.

Escribano López, José Miguel. Bilbao Bizkaia Kutxa.
Eseverri Oharriz, María Elena. Caja de Ahorros de Navarra.
España Lacalle, Antonio. Bancaja.
Espinilla Rodríguez, Angel. Banco Santander.
Esteban Velasco, Jaime. Banco de España.

Fanjul Santos, Francisco. Banco Herrero.
Fernández de Santaella, Alonso. Bank of America.
Fernández Guillén, Marcial. Caja Rural de Asturias.
Fernández Maqueira, Rafael. Eurodeal.
Fernández, Vicente J. Fondo Monetario Internacional.
Ferrán, Joaquín. Fondo Monetario Internacional.
Foxá, Ignacio. Corretajes e Información Monetaria.
Franke, Hartmunt. Dresdner Bank.
Fustero Pescador, Carlos. Ibercaja.

Gallastegui, Javier. Bankoa.
Gallastegui, Inmaculada. Universidad del País Vasco.
Gallego Álvarez, Galo. Banco Tokyo.
Garaeta, More. Abn Amro Bank.
García Arnés, Juan Manuel. Argentaria Banco Exterior.
García Cebrián, Raimundo. Caja de Ahorros de La Inmaculada.
García de Bernardo, Bernardo. Caja de Ahorros de Navarra.
García Mosquera, Ignacio. Espirito Santo e Comercial Lisboa.
García Muñoz, Luis Miguel. Sociéte Générale.
García Pulido, Juan. Gesmosa.
García, Javier. Corretajes e Información Monetaria.
Gil Pinillos, María Teresa. Caja Rural de Navarra.
Gilbert, Matheu. Banco Santander.
Goicoetxea Galarza, María del Carmen. Diputación Foral de Vizcaya.
Gomara González, Josecho. Banco Vasconia.
Gómez Cebreiros, José María. Caja de Ahorros de Madrid.
Gómez García, Luis Javier. Tokay Bank Limited.
Gómez Gutiérrez, Alfredo. Corretajes e Información Monetaria.
Gómez Sánchez, José Miguel. Corredor de Comercio.
González Aparicio, Luis Fernando. Banca Nazionale del Lavoro.
González Enciso, Agustín. Universidad de Navarra.
Grume Sierra, Juan. Banco Sabadell.
Guerra Segura, Montserrat. Interdin.

Hafner Temboury, Fernando. SBC Warburg España.
Henares Almansa, Angustias. Caja Rural de Granada.
Hernando Botto, Marco. Interdin.
Humera Fernández, Antonio. Commerz Bank.
Hurtado Alzaga, Javier. Banco Guipuzcoano.

Ibarra, Ricardo. Gesmosa.

König, Reiner. Bundesbank.

Langa Hernando, José Luis. Banco de España.
Lara Coronado, José. Banco Central Hispano.
Lázaro Salamanca, Carlos. Banco Popular Español.
Llano Cifuentes, Ignacio. Ficambio Mercado Interior.
López de Novales, Rafael. Activos en Renta.
López Gallego, José. Caja de Ahorros de Burgos.
López García, Jesús. Caja de Ahorros de Asturias.
López Mila, Enric. Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.
López Montoya, Isabel. Banco de España.
López Ocariz, Luis. Caja de Ahorros de Pamplona.
López Rubio, Pilar. Caja Rural de Granada.
López Sebastián, Jesús Ramón. Caja Rural de Soria.

Machuca Matesanz, Pilar. Banco Santander.
Marcos Fano, Agustín. Caisse Nat. Crédit Agricole.
Martín Macías, Eduardo. Inverseguros S.V.
Martín, Mario. Corretajes e Información Monetaria.
Masanes Torra, Josep. Caja de Ahorros de Manresa.
Melcón Gutiérrez, Marina. Capital Markets.
Menchén Cepeda, Ramón. All Trading Brokers Europe.
Méndez del Río, Manuel. Banco Santander.
Menéndez Sena, José Manuel. Arab Bank.
Mestre Martínez, Ernesto. Banco de la Pequeña y Mediana Empresa.
Mestre Morillas, Javier. Capital Markets.

Monsalvo, Manuel. All Trading Brokers Europe.
Montagud, Juan Andrés. Banco de Negocios Argentaria.
Mora Vizcaíno, Luis. Corretajes e Información Monetaria.
Moreno Alberca, Juan Pedro. Banco Español de Crédito.
Muñoz Ramírez, Manuel. Fuji Bank Limited.

Nieto, Jorge. Universidad Pública de Navarra.
Núñez Galán, Rafael. Banco Inversión.

Orbeta Berriatua, Iñaki. Diputación Foral de Vizcaya.
Ortega González, Santiago. Confederación Española de Cajas de Ahorros.
Ortega Zurdo, Julio. Corretajes e Información Monetaria.
Otano, Javier. Gobierno de Navarra.

Pardee, Scott E. Yamaichi International.
Paredes Alonso, Marisa. Corretajes e Información Monetaria.
Parejo Gámir, José Alberto. Universidad Complutense.
Pascual Arzoz, Pedro. Universidad Pública de Navarra.
Pastor, Alfredo. Ministerio de Economía y Hacienda.
Pastor, Juan. Corretajes e Información Monetaria.
Pato Vinuesa, Humberto. Gesmosa.
Peñalver Saiz, Alberto. Popular Rabobank.
Peón Melón, Juan Carlos. Interdin.
Pérez Arco, David. Euródeal.
Pérez Jutglar, Juan Ignacio. Caja de Ahorros de Madrid.
Pérez Lara, José Luis. Caja de Ahorros del Círculo Católico de Obreros de Burgos.
Pérez Martín, Andrés. Caja de Ahorros de Ávila.
Pérez Martínez, Miguel. Money Market.
Picardo, Rodrigo. Corretajes e Información Monetaria.
Pomes, Javier. Abogado-Economista.
Pozo Aguado, José. Gesmosa.
Prados del Amo, Enrique. Gesmosa-GBI.

Quintana Creus, Amadeo. Interdin.

Rapún, Manuel. Universidad Pública de Navarra.
Ravina, Luis. Universidad de Navarra.
Raymond, Robert. Instituto Monetario Europeo.
Rejas Aisa, Juan José. Banco Central Hispano.
Requeijo, Jaime. Universidad Nacional de Educación a Distancia.
Roca Garriga, Pedro. Banca Catalana.
Roca Piñol, José. Caja de Ahorros del Penedés.
Rodríguez Fernández, Miguel Angel. Gesmosa.
Rodríguez Rodríguez, Víctor. Banco Bilbao Vizcaya.
Romera Revuelto, Julián. Banco Hipotecario.
Ruiz Carrillo, Didac. Caja de Ahorros de Sabadell.

Sáez García, Carlos. Banco Bilbao Vizcaya.
Sánchez Soliño, Antonio. Banco de España.
Sánchez, Angel. Banco Santander de Negocios.
Santamaría Aniceto, María. Corretajes e Información Monetaria.
Sanz Ferrer, Ricardo. Banco Español de Crédito.
Sanz Gómez, Concepción. Banco Español de Crédito.
Serrano Seiz, Ana del Mar. Banque Paribas.
Spagnolo, Fernando. Kutxa Guipúzcoa San Sebastián.
Suardíaz, Diego. Corretajes e Información Monetaria.

Tamayo Salaberría, Carlos. Caja de Ahorros de Guipuzkoa y San Sebastián.
Tapia, Santiago. Bankinter.
Tejera Feito, José. Gesmosa.
Thomas Jung, Rudolf. Westfalenbank AG.
Titos Martínez, Enrique. Confederación Española de Cajas de Ahorros.
Tolosa Larie, Sonia. Banco Santander.
Torres i Torres, Teresa. Institut Català de Finances.
Torres Robert, Eudal. Caja de Ahorros de Tarragona.
Trueba, Belén. Banco Bilbao Vizcaya.
Tsurumaki, Yutaka. Sakura Bank.

Urriza Chocarro, Antonio. Caja de Ahorros de Navarra.

Vallejo Muñoz, Enrique. Gesmosa.

Vicente Urgell, Isaac. Caja de Ahorros y de Pensiones de Barcelona.

Vila Trasserra, Manuel. Banco Sabadell.

Villalba Nogales, Enrique. Beta Capital.

PROTOCOLOS DE NATURALEZA FINANCIERA DEL TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA DE 7 DE FEBRERO DE 1992

PROTOCOLO SOBRE LOS ESTATUTOS DEL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES Y DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

LAS ALTAS PARTES CONTRATANTES,

DESEANDO establecer los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, previstos en el artículo 4 A del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea,

HAN CONVENIDO las siguientes disposiciones, que se incorporarán como anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea:

CAPÍTULO I

Constitución del SEBC

Artículo 1.º *El Sistema Europeo de Bancos Centrales*

1.1. El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Banco Central Europeo (BCE) se crearán de conformidad con el artículo 4 A del Tratado. Ejercerán sus funciones y llevarán a cabo sus actividades de conformidad con lo dispuesto en el Tratado y en el presente Estatuto.

1.2. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 106 del Tratado, el SEBC estará compuesto por el BCE y los bancos centrales de los Estados miembros (bancos centrales nacionales).

El Institut Monétaire Luxembourgeois será el banco central nacional de Luxemburgo.

CAPÍTULO II

Objetivos y funciones del SEBC

Art. 2.º *Objetivos*

De conformidad con el apartado 1 del artículo 105 del Tratado, el objetivo primordial del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de dicho objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales en la Comunidad con miras a contribuir a la consecución de los objetivos de la Comunidad, tal como se establecen en el artículo 2 del Tratado. El SEBC actuará según el principio

de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos y conforme a los principios que establece el artículo 3 A del Tratado.

Art. 3.º *Funciones*

3.1. De conformidad con el apartado 2 del artículo 105 del Tratado, las funciones básicas que deberá desarrollar el SEBC serán las siguientes:

— definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad;

— realizar operaciones de cambio de divisas que sean coherentes con las disposiciones del artículo 109 del Tratado;

— poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;

— promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.

3.2. De conformidad con el apartado 3 del artículo 105 del Tratado, el tercer guión del artículo 3.1 se entenderá sin perjuicio de la tenencia y gestión de los fondos de maniobra oficiales en divisas por parte de los Gobiernos de los Estados miembros.

3.3. De conformidad con el apartado 5 del artículo 105 del Tratado, el SEBC contribuirá a una buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.

Art. 4.º *Funciones consultivas*

De conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado:

a) El BCE será consultado:

— sobre cualquier propuesta de acto comunitario comprendido en el ámbito de sus competencias;

— por las autoridades nacionales, acerca de cualquier proyecto de disposición legal que entre en su ámbito de competencias, pero dentro de los límites y con las condi-

PROTOCOLOS DE NATURALEZA FINANCIERA DEL TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA DE 7 DE FEBRERO DE 1992

PROTOCOLO SOBRE LOS ESTATUTOS DEL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES Y DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

LAS ALTAS PARTES CONTRATANTES,

DESEANDO establecer los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, previstos en el artículo 4 A del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea,

HAN CONVENIDO las siguientes disposiciones, que se incorporarán como anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea:

CAPÍTULO I

Constitución del SEBC

Artículo 1.º *El Sistema Europeo de Bancos Centrales*

1.1. El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Banco Central Europeo (BCE) se crearán de conformidad con el artículo 4 A del Tratado. Ejercerán sus funciones y llevarán a cabo sus actividades de conformidad con lo dispuesto en el Tratado y en el presente Estatuto.

1.2. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 106 del Tratado, el SEBC estará compuesto por el BCE y los bancos centrales de los Estados miembros (bancos centrales nacionales).

El Institut Monétaire Luxembourgeois será el banco central nacional de Luxemburgo.

CAPÍTULO II

Objetivos y funciones del SEBC

Art. 2.º *Objetivos*

De conformidad con el apartado 1 del artículo 105 del Tratado, el objetivo primordial del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de dicho objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales en la Comunidad con miras a contribuir a la consecución de los objetivos de la Comunidad, tal como se establecen en el artículo 2 del Tratado. El SEBC actuará según el principio

de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos y conforme a los principios que establece el artículo 3 A del Tratado.

Art. 3.º *Funciones*

3.1. De conformidad con el apartado 2 del artículo 105 del Tratado, las funciones básicas que deberá desarrollar el SEBC serán las siguientes:

— definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad;

— realizar operaciones de cambio de divisas que sean coherentes con las disposiciones del artículo 109 del Tratado;

— poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;

— promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.

3.2. De conformidad con el apartado 3 del artículo 105 del Tratado, el tercer guión del artículo 3.1 se entenderá sin perjuicio de la tenencia y gestión de los fondos de maniobra oficiales en divisas por parte de los Gobiernos de los Estados miembros.

3.3. De conformidad con el apartado 5 del artículo 105 del Tratado, el SEBC contribuirá a una buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero.

Art. 4.º *Funciones consultivas*

De conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado:

a) El BCE será consultado:

— sobre cualquier propuesta de acto comunitario comprendido en el ámbito de sus competencias;

— por las autoridades nacionales, acerca de cualquier proyecto de disposición legal que entre en su ámbito de competencias, pero dentro de los límites y con las condi-

ciones que disponga el Consejo con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 42;

b) El BCE podrá presentar dictámenes a las instituciones u organismos comunitarios pertinentes o a las autoridades nacionales, acerca de materias que pertenezcan al ámbito de sus competencias.

Art. 5.º *Recopilación de información estadística*

5.1. A fin de cumplir las funciones del SEBC, el BCE, asistido por los bancos centrales nacionales, recopilará la información estadística necesaria, obteniéndola de las autoridades nacionales competentes o directamente de los agentes económicos. Con tal finalidad, cooperará con las instituciones u organismos comunitarios, así como con las autoridades competentes de los Estados miembros o de terceros países y con organizaciones internacionales.

5.2. Los bancos centrales nacionales ejecutarán, en la medida de lo posible, las funciones descritas en el artículo 5.1.

5.3. El BCE contribuirá, cuando sea necesario, a la armonización de las normas y prácticas que regulen la recopilación, elaboración y distribución de estadísticas en los sectores comprendidos dentro de los ámbitos de sus competencias.

5.4. El Consejo definirá, con arreglo al procedimiento del artículo 42, las personas físicas y jurídicas sujetas a exigencias de información, el régimen de confidencialidad y las disposiciones de ejecución y de sanción adecuadas.

Art. 6.º *Cooperación internacional*

6.1. En el ámbito de la cooperación internacional en relación con las funciones encomendadas al SEBC, el BCE decidirá cómo estará representado el SEBC.

6.2. El BCE y, siempre que éste lo apruebe, los bancos centrales nacionales podrán participar en instituciones monetarias internacionales.

6.3. Las disposiciones de los artículos 6.1 y 6.2 deberán entenderse sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 109 del Tratado.

CAPÍTULO III

Organización del SEBC

Art. 7.º *Independencia*

Tal como se expone en el artículo 107 del Tratado, cuando ejerzan las facultades que les confieren el Tratado y los presentes Estatutos y desempeñen las funciones y deberes correspondientes, ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ningún miembro de sus órganos rectores recabarán ni aceptarán instrucciones procedentes de las instituciones u organismos comunitarios, de ningún Gobierno de un Estado miembro ni de ningún otro organismo. Las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir sobre los miembros de los órganos rectores del BCE o de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones.

Art. 8.º *Principio general*

El SEBC estará regido por los órganos rectores del BCE.

Art. 9.º *El Banco Central Europeo*

9.1. El BCE, que, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 106 del Tratado, tendrá personalidad jurídica propia, dispondrá en cada uno de los Estados miembros de la capacidad jurídica más amplia concedida a las personas jurídicas con arreglo al respectivo Derecho nacional; en particular, podrá adquirir o vender propiedad mobiliaria e inmobiliaria y ser parte en actuaciones judiciales.

9.2. La función del BCE será garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al SEBC con arreglo a los apartados 2, 3 y 5 del artículo 105 del Tratado, ya sea por medio de sus propias actividades de conformidad con el presente Estatuto, ya sea por medio de los bancos centrales nacionales, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 12.1 y en el artículo 14.

9.3. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 106 del Tratado, los órganos rectores del BCE serán el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo.

Art. 10. *El Consejo de Gobierno*

10.1. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 109 A del presente Tratado, el Consejo de Gobierno estará compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo y por los Gobernadores de los bancos centrales nacionales.

10.2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 10.3, sólo tendrán derecho a voto los miembros del Consejo de Gobierno presentes en las sesiones. No obstante esta norma, el Reglamento interno a que hace referencia el artículo 12.3 podrá establecer la posibilidad de que los miembros del Consejo de Gobierno emitan su voto por teleconferencia. Dicho Reglamento interno dispondrá también que los miembros del Consejo de Gobierno que se encuentren en la imposibilidad de votar durante un período prolongado puedan designar a un sustituto que ocupe su lugar como miembro del Consejo de Gobierno.

Sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 10.3 y 11.3, cada miembro del Consejo de Gobierno dispondrá de un voto. De no estipularse lo contrario en el presente Estatuto, el Consejo de Gobierno decidirá por mayoría simple. En caso de empate, el voto decisivo corresponderá al presidente.

En las votaciones del Consejo de Gobierno se requerirá un quórum de dos tercios de sus miembros. De no alcanzarse éste, el presidente podrá convocar una reunión extraordinaria en la que puedan adoptarse decisiones con independencia del quórum mencionado.

10.3. En todas las decisiones que se adopten con arreglo a los artículos 28, 29, 30, 32, 33 y 51, los votos de los miembros del Consejo de Gobierno se ponderarán conforme a las participaciones de los bancos centrales nacionales en el capital suscrito del BCE. La ponderación de los votos de los miembros del Comité Ejecutivo será cero. Las decisiones por mayoría cualificada se aprobarán siempre que los votos favorables representen al menos dos tercios del capital suscrito del BCE y representen

al menos a la mitad de los accionistas. En caso de que un Gobernador no pueda asistir a la votación, podrá designar a un sustituto que emita su voto ponderado.

10.4. Las reuniones tendrán carácter confidencial. El Consejo de Gobierno podrá decidir hacer públicos los resultados de sus deliberaciones.

10.5. El Consejo de Gobierno se reunirá al menos diez veces al año.

Art. 11. *El Comité Ejecutivo*

11.1. Con arreglo a lo dispuesto en la letra a) del apartado 2 del artículo 109 A del Tratado, el Comité Ejecutivo estará compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros.

Los miembros desempeñarán sus funciones con dedicación exclusiva. Ningún miembro podrá ejercer otra profesión, remunerada o no, salvo autorización excepcional del Consejo de Gobierno.

11.2. De conformidad con la letra b) del apartado 2 del artículo 109 A del Tratado, el presidente, el vicepresidente y los demás miembros del Comité Ejecutivo serán nombrados de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno, sobre la base de una recomendación del Consejo y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno, de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios.

Su mandato tendrá una duración de ocho años y no será renovable.

Solamente los nacionales de los Estados miembros podrán ser miembros del Comité Ejecutivo.

11.3. Las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo, y en particular sus sueldos, pensiones y demás beneficios de la seguridad social, estarán sujetos a contrato con el BCE y serán fijados por el Consejo de Gobierno a propuesta de un Comité compuesto por tres miembros designados por el Consejo de Gobierno y otros tres designados por el Consejo. Los miembros del Comité Ejecutivo no tendrán derecho a voto en los asuntos mencionados en el presente apartado.

11.4. Si un miembro del Comité Ejecutivo dejara de reunir los requisitos exigidos para desempeñar sus funciones o si en su conducta se observara una falta grave, el Tribunal de Justicia podrá separarlo de su cargo a petición del Consejo de Gobierno o del Comité Ejecutivo.

11.5. Todos los miembros del Comité Ejecutivo presentes en las sesiones tendrán derecho a voto; cada uno de ellos dispondrá, a tal fin, de un voto. Salvo disposición contraria, el Comité Ejecutivo decidirá por mayoría simple de los votos emitidos. En caso de empate, corresponderá al presidente el voto decisivo. Las modalidades de votación se especificarán en el Reglamento interno a que hace referencia el artículo 12.3.

11.6. El Comité Ejecutivo será responsable de la gestión ordinaria del BCE.

11.7. Cualquier vacante que se produzca en el Comité Ejecutivo se cubrirá mediante nombramiento de un nuevo miembro; será de aplicación lo dispuesto en el artículo 11.2.

Art. 12. *Responsabilidades de los órganos rectores*

12.1. El Consejo de Gobierno adoptará las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC con arreglo al Tratado y al presente Estatuto. El Consejo de Gobierno formulará la política monetaria de la Comunidad, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas en el SEBC, y establecerá las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

El Comité Ejecutivo pondrá en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno. Al hacerlo impartirá las instrucciones necesarias a los bancos centrales nacionales. El Comité Ejecutivo podrá también recibir la delegación de determinados poderes, cuando así lo disponga el Consejo de Gobierno.

En la medida en que se estime posible y adecuado, y sin perjuicio de lo dispuesto en el presente artículo, el BCE recurrirá a los bancos centrales nacionales para ejecutar las operaciones que correspondan a las funciones del SEBC.

12.2. El Comité Ejecutivo se encargará de la preparación de las reuniones del Consejo de Gobierno.

12.3. El Consejo de Gobierno adoptará el Reglamento interno que determinará la organización interna del BCE y de sus órganos rectores.

12.4. El Consejo de Gobierno ejercerá las funciones consultivas contempladas en el artículo 4.

12.5. El Consejo de Gobierno adoptará las decisiones contempladas en el artículo 6.

Art. 13. *El presidente*

13.1. El presidente o, en ausencia de éste, el vicepresidente, presidirá el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo del BCE.

13.2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 39, el presidente o la persona por él designada representará al BCE en el exterior.

Art. 14. *Bancos centrales nacionales*

14.1. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 108 del Tratado, cada Estado miembro garantizará, a más tardar en la fecha de constitución del SEBC, la compatibilidad de su legislación nacional, incluidos los Estatutos del banco central nacional, con los presentes Estatutos y el Tratado.

14.2. Los Estatutos de los bancos centrales nacionales dispondrán, en particular, que el mandato de Gobernador de un banco central nacional no sea inferior a cinco años.

Un Gobernador sólo podrá ser relevado de su mandato en caso de que deje de cumplir los requisitos exigidos para el cumplimiento de sus funciones o haya incurrido en falta grave. El Gobernador afectado o el Consejo de Gobierno podrán recurrir las decisiones al respecto ante el Tribunal de Justicia, por motivos de infracción del Tratado o de cualquier norma legal relativa a su aplicación. Tales acciones se emprenderán en un plazo de dos meses a partir de la publicación de la decisión, o de su notificación al demandante o, a falta de ésta, a partir de la fecha en

que la decisión haya llegado a conocimiento de este último, según los casos.

14.3. Los bancos centrales nacionales serán parte integrante del SEBC y su actuación se ajustará a las orientaciones e instrucciones del BCE. El Consejo de Gobierno adoptará las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de las orientaciones e instrucciones del BCE y exigirá que se le remita toda la información pertinente.

14.4. Los bancos centrales nacionales podrán ejercer funciones distintas de las especificadas en el presente Estatuto, a menos que el Consejo de Gobierno decida, por mayoría de dos tercios de los votos emitidos, que dichas funciones interfieren en los objetivos y tareas del SEBC. Dichas funciones se ejercerán bajo la responsabilidad de los bancos centrales nacionales y no se considerarán parte de las funciones del SEBC.

Art. 15. *Obligaciones de información*

15.1. El BCE elaborará y publicará informes sobre las actividades del SEBC con una periodicidad al menos trimestral.

15.2. Se publicará cada semana un estado financiero consolidado del SEBC.

15.3. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 109 B del Tratado, el BCE presentará cada año al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión, así como al Consejo Europeo, un informe sobre las actividades del SEBC y la política monetaria del año anterior y del año en curso.

15.4. Los informes y estados mencionados en el presente artículo se pondrán gratuitamente a disposición de los interesados.

Art. 16. *Billetes de banco*

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 105 A del Tratado, el Consejo de Gobierno tendrá el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de banco en la Comunidad, billetes que podrán emitir el BCE y los bancos centrales nacionales. Los billetes de banco emitidos por el BCE y los bancos centrales nacionales serán los únicos billetes de banco de curso legal dentro de la Comunidad.

El BCE respetará en la medida de lo posible las prácticas existentes para la emisión y el diseño de billetes de banco.

CAPÍTULO IV

Funciones monetarias y operaciones del SEBC

Art. 17. *Cuentas con el BCE y los bancos centrales nacionales*

Con el fin de realizar sus operaciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán abrir cuentas a entidades de crédito, a entidades públicas y a otros participantes en el mercado, así como aceptar activos, incluidos valores representados mediante anotaciones en cuenta, como garantía.

Art. 18. *Operaciones de mercado abierto y de crédito*

18.1. Con el fin de alcanzar los objetivos del SEBC y de llevar a cabo sus funciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán:

— operar en los mercados financieros comprando y vendiendo directamente (al contado y a plazo), o con arreglo a pactos de recompra, prestando o tomando prestados valores y otros instrumentos negociables, ya sea en moneda comunitaria o en divisa extracomunitaria, así como en metales preciosos;

— realizar operaciones de crédito con entidades de crédito y demás participantes en el mercado, basando los préstamos en garantías adecuadas.

18.2. El BCE establecerá los principios generales para las operaciones de mercado abierto y para las operaciones de crédito que efectúe por sí mismo o que efectúen los bancos centrales nacionales, incluido el anuncio de las condiciones por las que éstos se declaren dispuestos a efectuar dichas transacciones.

Art. 19. *Reservas mínimas*

19.1. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 2, el BCE podrá exigir que las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros mantengan unas reservas mínimas en las cuentas en el BCE y en los bancos centrales nacionales, en atención a objetivos de política monetaria. El Consejo de Gobierno podrá establecer los reglamentos relativos al cálculo y a la determinación de las reservas mínimas exigidas. En caso de incumplimiento, el BCE podrá aplicar intereses de penalización, así como imponer otras sanciones de efecto comparable.

19.2. Para la aplicación del presente artículo, el Consejo definirá, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 42, la base correspondiente a las reservas mínimas y los coeficientes máximos admisibles entre dichas reservas y sus bases, así como las sanciones apropiadas en caso de incumplimiento.

Art. 20. *Otros instrumentos de control monetario*

El Consejo de Gobierno podrá decidir, por mayoría de dos tercios de los votos emitidos, el uso de otros métodos operativos de control monetario que considere adecuados, siempre que se respeten las disposiciones del artículo 2.

De acuerdo con el procedimiento fijado en el artículo 42, el Consejo definirá el alcance de dichos métodos cuando impongan obligaciones a terceros.

Art. 21. *Operaciones con entidades públicas*

21.1. Con arreglo a lo dispuesto en el artículo 104 del Tratado, queda prohibida la autorización de descuentos y la concesión de otro tipo de créditos por parte del BCE o de los bancos centrales nacionales en favor de instituciones u organismos comunitarios, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros; queda igualmente prohibida la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el BCE o los bancos centrales nacionales.

21.2. El BCE y los bancos centrales nacionales podrán actuar como agentes fiscales de las entidades a que se refiere el artículo 21.1.

21.3. Las disposiciones del presente artículo no se aplicarán a las entidades de crédito públicas, que en el contexto de la provisión de liquidez por los bancos centrales recibirán de los bancos centrales nacionales y el BCE el mismo trato que las entidades de crédito privadas.

Art. 22. *Sistemas de compensación y de pago*

El BCE y los bancos centrales nacionales podrán proporcionar medios y el BCE dictar reglamentos, destinados a garantizar unos sistemas de compensación y liquidación eficientes y solventes dentro de la Comunidad, así como con otros países.

Art. 23. *Operaciones exteriores*

El BCE y los bancos centrales nacionales podrán:

— establecer relaciones con los bancos centrales y con las instituciones financieras de otros países y, cuando proceda, con organizaciones internacionales;

— adquirir y vender al contado y a plazo todo tipo de activos en moneda extranjera y metales preciosos. La expresión «activos en moneda extranjera» incluirá los valores y todos los demás activos en la moneda de cualquier país o en unidades de cuenta y cualquiera que sea la forma en que se posean;

— poseer y gestionar los activos a que se hace referencia en el presente artículo;

— efectuar cualquier tipo de transacciones bancarias en relación con terceros países y con organizaciones internacionales, incluidas las operaciones de concesión y recepción de préstamos.

Art. 24. *Otras operaciones*

Además de las operaciones derivadas de sus funciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán efectuar operaciones para sus fines administrativos o para su personal.

CAPÍTULO V

Supervisión prudencial

Art. 25. *Supervisión prudencial*

25.1. El BCE podrá brindar asesoramiento al Consejo, a la Comisión y a las autoridades competentes de los Estados miembros y ser consultado por éstos sobre el alcance y la aplicación de la legislación comunitaria relativa a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.

25.2. Con arreglo a cualquier decisión del Consejo adoptada en virtud del apartado 6 del artículo 105 del Tratado, el BCE podrá llevar a cabo funciones específicas relativas a las políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las compañías de seguros.

CAPÍTULO VI

Disposiciones Financieras del SEBC

Art. 26. *Cuentas financieras*

26.1. El ejercicio económico del BCE y de los bancos centrales nacionales comenzará el primer día de enero y finalizará el último día de diciembre.

26.2. Las cuentas anuales del BCE serán llevadas por el Comité Ejecutivo con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno. Las cuentas serán aprobadas por el Consejo de Gobierno y publicadas posteriormente.

26.3. Con fines analíticos y operativos, el Comité Ejecutivo elaborará un balance consolidado del SEBC que abarcará los activos y pasivos de los bancos centrales nacionales que estén incluidos en el SEBC.

26.4. Para la aplicación del presente artículo, el Consejo de Gobierno establecerá las normas necesarias para normalizar procedimientos contables y de información relativos a las operaciones emprendidas por los bancos centrales nacionales.

Art. 27. *Auditoría*

27.1. Las cuentas del BCE y de los bancos centrales nacionales serán controladas por auditores externos independientes, recomendados por el Consejo de Gobierno y aprobados por el Consejo. Los auditores tendrán plenos poderes para examinar todos los libros y cuentas del BCE y de los bancos centrales nacionales, así como para estar plenamente informados acerca de sus transacciones.

27.2. Las disposiciones del artículo 188 C del Tratado sólo se aplicarán a un examen de la eficacia operativa de la gestión del BCE.

Art. 28. *Capital del BCE*

28.1. El capital del BCE, operativo desde su creación, será de 5.000 millones de ecus. El capital podrá aumentarse en las cantidades que decida el Consejo de Gobierno, que se pronunciará por la mayoría cualificada que establece el artículo 10.3, dentro de los límites y con arreglo a las condiciones fijadas por el Consejo conforme al procedimiento que establece el artículo 42.

28.2. Los bancos centrales nacionales serán los únicos suscriptores y accionistas del capital del BCE. La suscripción de capital se efectuará con arreglo a la clave establecida según lo dispuesto en el artículo 29.

28.3. El Consejo de Gobierno, que se pronunciará por la mayoría cualificada que establece el artículo 10.3, determinará hasta qué punto y en qué forma será desembolsado el capital.

28.4. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 28.5, las acciones de los bancos centrales nacionales en el capital suscrito del BCE no podrán transferirse, pignorar o embargarse.

28.5. En caso de ajustarse la clave a que se refiere el artículo 29, los bancos centrales nacionales se transferirán entre sí acciones representativas del capital, hasta la cantidad que sea necesaria, para garantizar que la dis-

tribución de las acciones representativas del capital corresponde a la clave ajustada. El Consejo de Gobierno determinará los términos y las condiciones de dichas transferencias.

Art. 29. *Clave para la suscripción de capital*

29.1. Cuando, de acuerdo con el procedimiento que menciona el apartado 1 del artículo 109 L del Tratado, se hayan constituido el SEBC y el BCE, se fijará la clave para la suscripción de capital del BCE. A cada banco central nacional se le asignará una ponderación en dicha clave, que será igual a la suma de:

— 50 por 100 de la participación de su Estado miembro respectivo en la población de la Comunidad el penúltimo año anterior a la constitución del SEBC;

— 50 por 100 de la participación de su Estado miembro respectivo en el producto interior bruto, a precio de mercado, de la Comunidad, según se registre en los cinco años que preceden al penúltimo año anterior a la constitución del SEBC.

Los porcentajes se redondearán al alza hasta el múltiplo de 0,05 puntos porcentuales más cercano.

29.2. La Comisión, de acuerdo con las normas adoptadas por el Consejo con arreglo al procedimiento que establece el artículo 42, suministrará los datos estadísticos que habrán de utilizarse para la aplicación del presente artículo.

29.3. Las ponderaciones asignadas a los bancos centrales nacionales se ajustarán cada cinco años después de la constitución del SEBC, por analogía con las disposiciones que establece el artículo 29.1. La clave ajustada se aplicará con efectos a partir del primer día del año siguiente.

29.4. El Consejo de Gobierno adoptará todas las demás medidas que sean necesarias para la aplicación del presente artículo.

Art. 30. *Transferencia de activos exteriores de reserva al BCE*

30.1. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 28, los bancos centrales nacionales proporcionarán al BCE activos exteriores de reserva distintos de las monedas de los Estados miembros, de los ecus, de las posiciones de reserva y de los derechos especiales de giro del FMI, hasta un importe equivalente a 50.000 millones de ecus. El Consejo de Gobierno decidirá la proporción que deberá recibir el BCE tras su constitución en aplicación del presente Estatuto, así como los importes que deban aportarse posteriormente. El BCE tendrá pleno derecho a poseer y gestionar las reservas exteriores que le sean transferidas, y a utilizarlas para los fines establecidos en el presente Estatuto.

30.2. Las contribuciones de cada banco central nacional se fijarán en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE.

30.3. Cada banco central nacional será acreditado por el BCE con un activo equivalente a su contribución. El Consejo de Gobierno determinará la denominación y la remuneración de dichos activos.

30.4. El BCE podrá solicitar más activos exteriores de

reserva, excediendo el límite que establece el artículo 30.1, con arreglo a las disposiciones del artículo 30.2, dentro de los límites y con arreglo a las condiciones que establezca el Consejo con arreglo al procedimiento establecido en el artículo 42.

30.5. El BCE podrá poseer y gestionar las posiciones de reserva y los derechos especiales de giro del FMI, así como disponer la puesta en común de dichos activos.

30.6. El Consejo de Gobierno decidirá todas las demás medidas que sean necesarias para la aplicación del presente artículo.

Art. 31. *Activos exteriores de reserva en posesión de los bancos centrales nacionales*

31.1. Los bancos centrales nacionales podrán realizar transacciones en cumplimiento de sus obligaciones con organizaciones internacionales, de conformidad con el artículo 23.

31.2. Todas las demás operaciones en activos exteriores de reserva que permanezcan en poder de los bancos centrales nacionales tras las transferencias a que se refiere el artículo 30, así como las transacciones de los Estados miembros con sus fondos de maniobra oficiales en moneda extranjera, por encima de determinados límites que se establecerán con arreglo al artículo 31.3, estarán sujetas a la aprobación del BCE, con el fin de garantizar su coherencia con la política monetaria y de tipo de cambio de la Comunidad.

31.3. El Consejo de Gobierno establecerá las directrices destinadas a facilitar dichas operaciones.

Art. 32. *Asignación de ingresos monetarios a los bancos centrales nacionales*

32.1. Los ingresos obtenidos por los bancos centrales nacionales en el ejercicio de la función de política monetaria del SEBC, denominados en lo sucesivo «ingresos monetarios», se aplicarán al final de cada ejercicio con arreglo a las disposiciones del presente artículo.

32.2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 32.3, el importe de los ingresos monetarios de cada banco central nacional será igual a sus ingresos anuales procedentes de sus activos mantenidos contra billetes en circulación y depósitos de entidades de crédito. Estos activos serán identificados por los bancos centrales nacionales con arreglo a las directrices que establecerá el Consejo de Gobierno.

32.3. Si a la entrada en vigor de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, a juicio del Consejo de Gobierno, las estructuras del balance de los bancos centrales nacionales no permiten la aplicación del artículo 32.2, el Consejo de Gobierno, por mayoría cualificada, podrá decidir que, no obstante lo dispuesto en el artículo 32.2, los ingresos monetarios se midan de acuerdo con un método alternativo durante un período que no podrá ser superior a cinco años.

32.4. El importe de los ingresos monetarios de cada banco central nacional se reducirá en un importe equivalente a cualquier interés pagado por dicho banco central sobre sus depósitos abiertos a entidades de crédito, de conformidad con el artículo 19.

El Consejo de Gobierno podrá decidir que los bancos centrales nacionales sean indemnizados por los costes

en que incurran en relación con la emisión de billetes de banco o, en circunstancias excepcionales, por las pérdidas específicas derivadas de las operaciones de política monetaria realizada para el SEBC. La indemnización adoptará la forma que considere adecuada el Consejo de Gobierno; dichos importes podrán compensarse con los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales.

32.5. La suma de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales se asignará a los bancos centrales nacionales proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE, sin perjuicio de las decisiones que adopte el Consejo de Gobierno con arreglo al artículo 33.2.

32.6. La compensación y la liquidación de los balances derivados de la asignación de los ingresos monetarios serán efectuadas por el BCE con arreglo a las directrices que establezca el Consejo de Gobierno.

32.7. El Consejo de Gobierno adoptará cualesquiera otras medidas necesarias para la aplicación del presente artículo.

Art. 33. *Asignación de los beneficios y pérdidas netos del BCE*

33.1. Los beneficios netos del BCE se transferirán en el siguiente orden:

a) un importe que será determinado por el Consejo de Gobierno, y que no podrá exceder del 20 por 100 de los beneficios netos, se transferirá al fondo de reserva general, con un límite equivalente al 100 por 100 del capital;

b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE proporcionalmente a sus acciones desembolsadas.

33.2. Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente en proporción a y hasta los importes asignados a los bancos centrales nacionales con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5.

CAPÍTULO VII

Disposiciones generales

Art. 34. *Actos jurídicos*

34.1. Con arreglo al artículo 108 A del Tratado, el BCE:

— elaborará reglamentos en la medida en que ello sea necesario para el ejercicio de las funciones definidas en el primer guión del artículo 3.1 y en los artículos 19.1, 22 ó 25.2 de los Estatutos del SEBC, y en los casos que se establezcan en los actos del Consejo mencionados en el artículo 42;

— tomará las decisiones necesarias para el ejercicio de las funciones encomendadas al SEBC por el Tratado y por los Estatutos del SEBC;

— formulará recomendaciones y emitirá dictámenes.

34.2. El reglamento tendrá un alcance general. Será obligatorio en todos sus elementos y directamente aplicable en cada Estado miembro.

Las recomendaciones y los dictámenes no serán vinculantes.

La decisión será obligatoria en todos sus elementos para todos sus destinatarios.

Los artículos 190 a 192 del Tratado se aplicarán respecto de los reglamentos y de las decisiones del BCE.

El BCE podrá decidir hacer públicos sus decisiones, recomendaciones y dictámenes.

34.3. Dentro de los límites y en las condiciones adoptados por el Consejo con arreglo al procedimiento establecido en el artículo 42 de los Estatutos, el BCE estará autorizado a imponer multas y pagos periódicos coercitivos a las empresas que no cumplan con sus obligaciones respecto de los reglamentos y decisiones del mismo.

Art. 35. *Control judicial y asuntos conexos*

35.1. Los actos o las omisiones del BCE estarán sujetos a la revisión y a la interpretación del Tribunal de Justicia, en los casos previstos en el Tratado y con arreglo a las condiciones establecidas en el mismo. El BCE podrá emprender acciones en los casos y con arreglo a las condiciones establecidas en el Tratado.

35.2. Los litigios entre el BCE, por una parte, y sus acreedores, deudores o terceros, por otra, serán resueltos por los tribunales nacionales competentes, sin perjuicio de las competencias atribuidas al Tribunal de Justicia.

35.3. El BCE estará sujeto al régimen de obligaciones que establece el artículo 215 del Tratado. Los bancos centrales nacionales serán responsables con arreglo a la legislación nacional respectiva.

35.4. El Tribunal de Justicia tendrá jurisdicción para fallar en virtud de las cláusulas compromisorias que contengan los contratos celebrados por el BCE o en su nombre, ya estén regulados por el Derecho público o por el privado.

35.5. La decisión del BCE de emprender acciones ante el Tribunal de Justicia será tomada por el Consejo de Gobierno.

35.6. El Tribunal de Justicia tendrá jurisdicción para los litigios relativos al cumplimiento por parte de los bancos centrales nacionales de las obligaciones derivadas de los presentes Estatutos. Cuando el BCE considere que un banco central nacional ha incumplido algunas de las obligaciones que establecen los presentes Estatutos, emitirá un dictamen motivado al respecto, después de haber dado a dicho banco central nacional la posibilidad de presentar sus alegaciones. Si el banco central nacional de que se trate no se atuviere a este dictamen en el plazo establecido por el BCE, éste podrá recurrir al Tribunal de Justicia.

Art. 36. *Personal*

36.1. El Consejo de Gobierno, a propuesta del Comité Ejecutivo, establecerá las condiciones de contratación del personal del BCE.

36.2. El Tribunal de Justicia tendrá jurisdicción en cualquier litigio entre el BCE y sus empleados, dentro de los límites y con arreglo a las condiciones que establezcan las condiciones de empleo.

Art. 37. *Sede*

La decisión sobre el lugar en que se establezca la sede del BCE se tomará, antes del final de 1992, por común acuerdo de los Gobiernos de los Estados miembros a nivel de los Jefes de Estado o de Gobierno.

Art. 38. *Secreto profesional*

38.1. Los miembros de los órganos rectores y el personal del BCE y de los bancos centrales nacionales, incluso después de cesar en sus funciones, no deberán revelar información que, por su naturaleza, esté amparada por el secreto profesional.

38.2. Las personas que tengan acceso a datos amparados por la legislación comunitaria que imponga la obligación del secreto estarán sujetas a dicha legislación.

Art. 39. *Signatarios*

El BCE se comprometerá legalmente frente a terceros por medio de su presidente o de dos miembros del Comité Ejecutivo, o por medio de las firmas de dos miembros del personal del BCE debidamente autorizados por el presidente para firmar en nombre del BCE.

Art. 40. *Privilegios e inmunidades*

El BCE gozará en el territorio de los Estados miembros de los privilegios e inmunidades necesarios para el desempeño de sus funciones, en las condiciones que establece el Protocolo sobre los privilegios y las inmunidades de las Comunidades Europeas anejo al Tratado por el que se constituye un Consejo único y una Comisión única de las Comunidades Europeas.

CAPÍTULO VIII

Modificación de los Estatutos y Legislación complementaria

Art. 41. *Procedimiento de modificación simplificado*

41.1. Con arreglo al apartado 5 del artículo 106 del Tratado, los artículos 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4, 32.6, 33.1.a) y 36 de los presentes Estatutos podrán ser modificados por el Consejo, que se pronunciará o bien por mayoría cualificada, sobre la base de una recomendación del BCE, previa consulta a la Comisión, o bien por unanimidad, a propuesta de la Comisión y previa consulta al BCE. En ambos casos será necesario el dictamen conforme del Parlamento Europeo.

41.2. Las recomendaciones que haga el BCE con arreglo al presente artículo requerirán una decisión unánime del Consejo de Gobierno.

Art. 42. *Legislación complementaria*

Con arreglo al apartado 6 del artículo 106 del Tratado, inmediatamente después de decidir la fecha del comienzo de la tercera fase, el Consejo, por mayoría cualificada, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE, o sobre la base de una recomendación del BCE y previa consulta al Parlamento Europeo y la Comisión, adoptará las disposiciones a que se refieren los

artículos 4, 5.4, 19.2, 20, 28.1, 29.2, 30.4 y 34.3 del presente Estatuto.

CAPÍTULO IX

Disposiciones Transitorias y Otras Disposiciones para el SEBC

Art. 43. *Disposiciones generales*

43.1. Las excepciones a que se refiere el apartado 1 del artículo 109 K del Tratado supondrán que los siguientes artículos de los presentes Estatutos no concederán derechos ni impondrán obligaciones a los Estados miembros de que se trate: 3, 6, 9.2, 12.1, 14.3, 16, 18, 19, 20, 22, 23, 26.2, 27, 30, 31, 32, 33, 34, 50 y 52.

43.2. Los bancos centrales de los Estados miembros que gocen de una excepción de conformidad con el apartado 1 del artículo 109 K del Tratado conservarán sus competencias en el ámbito de la política monetaria con arreglo a la legislación nacional.

43.3. De conformidad con el apartado 4 del artículo 109 K del Tratado, «los Estados miembros» significará «los Estados miembros no acogidos a una excepción» en los siguientes artículos de los presentes Estatutos: 3, 11.2, 19, 34.2 y 50.

43.4. «Los bancos centrales nacionales» significará «los bancos centrales de los Estados miembros no acogidos a una excepción» en los siguientes artículos del presente Estatuto: 9.2, 10.1, 10.3, 12.1, 16, 17, 18, 22, 23, 27, 30, 31, 32, 33.2 y 52.

43.5. «Los accionistas» significará «los bancos centrales de los Estados miembros no acogidos a una excepción» en los artículos 10.3 y 33.1.

43.6. «El capital suscrito del SEBC» significará «el capital del BCE suscrito por los bancos centrales de los Estados miembros no acogidos a una excepción» en los artículos 10.3 y 30.2.

Art. 44. *Funciones transitorias del BCE*

El BCE se encargará de las tareas del IME que debido a las excepciones de uno o varios de los Estados miembros aún hayan de ejercerse en la tercera fase.

El BCE emitirá dictámenes para preparar la supresión de las excepciones especificadas en el artículo 109 K del Tratado.

Art. 45. *El Consejo General del BCE*

45.1. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 106 del Tratado, el Consejo General se constituirá como tercer órgano rector del BCE.

45.2. El Consejo General estará compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los Gobernadores de los bancos centrales nacionales. Los demás miembros del Comité Ejecutivo podrán participar, sin derecho a voto, en las reuniones del Consejo General.

45.3. Las responsabilidades del Consejo General figuran, en su totalidad, en el artículo 47 del presente Estatuto.

Art. 46. *Reglamento interno del Consejo General*

46.1. El presidente, o, en ausencia de éste, el vicepresidente del BCE, presidirá el Consejo general del BCE.

46.2. El presidente del Consejo y un miembro de la Comisión podrán participar, sin derecho a voto, en las reuniones del Consejo General.

46.3. El presidente preparará las reuniones del Consejo General.

46.4. No obstante lo dispuesto en el artículo 12.3, el Consejo General adoptará su Reglamento interno.

46.5. El BCE se encargará de la Secretaría del Consejo General.

Art. 47. *Responsabilidades del Consejo General*

47.1. El Consejo General

— llevará a cabo las tareas a que se refiere el artículo 44;

— contribuirá al desarrollo de las funciones consultivas a que se refieren los artículos 4 y 25.1.

47.2. El Consejo General contribuirá

— a la recopilación de la información estadística a que se refiere el artículo 5;

— a la elaboración de informes acerca de las actividades del BCE a que se refiere el artículo 15;

— al establecimiento de las normas necesarias para la aplicación del artículo 26 a que se refiere el artículo 26.4;

— a la adopción de todas las restantes medidas necesarias para la aplicación del artículo 29 a que se refiere el artículo 29.4;

— al establecimiento de las condiciones de contratación del personal del BCE a que se refiere el artículo 36.

47.3. El Consejo General contribuirá a los preparativos necesarios para fijar irrevocablemente los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros acogidos a una excepción respecto de las monedas, o la moneda única, de los Estados miembros no acogidos a excepción, con arreglo a lo dispuesto en el apartado 5 del artículo 109 L del Tratado.

47.4. El presidente del BCE informará al Consejo General acerca de las decisiones del Consejo de Gobierno.

Art. 48. *Disposiciones transitorias para el capital del BCE*

Con arreglo al artículo 29.1, se asignará a cada banco central nacional una ponderación en la clave para la suscripción del capital del BCE. No obstante lo dispuesto en el artículo 28.3, los bancos centrales de los Estados miembros acogidos a una excepción no desembolsarán el capital suscrito a no ser que el Consejo General, por una mayoría que represente como mínimo dos tercios del capital suscrito del BCE y al menos a la mitad de los accionistas, decida que debe pagarse un porcentaje mínimo como contribución a los costes operativos del BCE.

Art. 49. *Pago diferido del capital, reservas y provisiones del BCE*

49.1. El banco central de un estado miembro cuya ex-

cepción haya sido suprimida desembolsará su parte suscrita de capital del BCE en la misma medida que los demás bancos centrales de los Estados miembros no acogidos a excepción y transferirá al BCE activos de reserva de cambio con arreglo a lo dispuesto en el artículo 30.1. La cantidad que deba transferirse se determinará multiplicando el valor en ecus al tipo de cambio del momento de los activos de reserva antedichos transferidos ya hasta aquel momento al BCE de conformidad con lo dispuesto en el artículo 30.1 por el coeficiente resultante de dividir el número de acciones suscritas por el banco central nacional de que se trate y el número de acciones que ya hayan desembolsado los demás bancos centrales nacionales.

49.2. Además del desembolso que deberá efectuarse con arreglo al artículo 49.1, el banco central de que se trate contribuirá a las reservas del BCE, a las provisiones equivalentes a reservas y al importe que aún deba asignarse a las reservas y provisiones correspondientes al saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias al 31 de diciembre del año anterior al de la supresión de la excepción. La cantidad con que deberá contribuir se determinará multiplicando el importe de las reservas, definido anteriormente y consignado en el balance aprobado del BCE, por el coeficiente resultante de dividir el número de acciones suscritas por el banco central de que se trate y el número de acciones que ya hayan desembolsado los demás bancos centrales.

Art. 50. *Nombramiento inicial de los miembros del Comité Ejecutivo*

Cuando se forme el Comité Ejecutivo del BCE, el presidente, el vicepresidente y los demás miembros del Comité Ejecutivo serán nombrados de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros a nivel de Jefes de Estado o de Gobierno, sobre la base de una recomendación del Consejo y tras consultar al Parlamento Europeo y al Consejo del IME. El presidente del Comité Ejecutivo será nombrado por ocho años. No obstante, lo dispuesto en el artículo 11.2, el vicepresidente será nombrado por cuatro años y los demás miembros del Comité Ejecutivo por un período de mandato que variará entre cinco y ocho años. Ninguno de los mandatos será renovable. El número de miembros del Comité Ejecutivo podrá ser menor que el establecido en el artículo 11.1, pero de ningún modo podrá ser inferior a cuatro.

Art. 51. *Excepción al artículo 32*

51.1. Si, tras el comienzo de la tercera fase de la UEM, el Consejo de Gobierno decidiera que la aplicación del artículo 32 tiene como resultado cambios significativos en las posiciones relativas en materia de ingresos de los bancos centrales nacionales, el volumen de ingresos que deberá asignarse con arreglo al artículo 32 se reducirá en un porcentaje uniforme que no podrá exceder del 60 por 100 en el primer ejercicio económico tras el comienzo de la tercera fase y que disminuirá por lo menos en 12 puntos porcentuales cada ejercicio financiero siguiente.

51.2. El artículo 51.1 será de aplicación durante un período no superior a cinco ejercicios financieros completos tras el comienzo de la tercera fase.

Art. 52. *Cambio de los billetes de banco denominados en monedas comunitarias*

Tras la fijación irrevocable de los tipos de cambio, el

Consejo de Gobierno adoptará las medidas necesarias para garantizar que los billetes de banco denominados en monedas con tipo de cambio fijo irrevocable sean cambiados por los bancos centrales nacionales a sus respectivos valores de paridad.

Art. 53. *Aplicabilidad de las disposiciones transitorias*

Mientras haya Estados miembros acogidos a excepción seguirán siendo aplicables los artículos 43 a 48 inclusive.

PROTOCOLO SOBRE LOS ESTATUTOS DEL INSTITUTO MONETARIO EUROPEO

LAS ALTAS PARTES CONTRATANTES,

DESEANDO establecer los Estatutos del Instituto Monetario Europeo,

HAN CONVENIDO las siguientes disposiciones, que se incorporarán como Anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea:

Artículo 1.º *Constitución y nombre*

1.1. El Instituto Monetario Europeo (IME) será creado con arreglo a lo dispuesto en el artículo 109 F del Tratado; llevará a cabo sus funciones y realizará sus actividades con arreglo a las disposiciones del Tratado y del presente Estatuto.

1.2. Los miembros del IME serán los bancos centrales de los Estados miembros (bancos centrales nacionales). A los efectos de los presentes Estatutos el Institut Monétaire Luxembourgeois será considerado como el banco central de Luxemburgo.

1.3. Con arreglo a lo dispuesto en el artículo 109 F del Tratado, el Comité de Gobernadores y el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) quedarán disueltos. Todos los activos y pasivos del FECOM pasarán automática e íntegramente al IME.

Art. 2.º *Objetivos*

El IME contribuirá a la realización de las condiciones necesarias para la transición a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, en particular mediante:

— el fortalecimiento de la coordinación de las políticas monetarias, con vistas a garantizar la estabilidad de precios;

— la realización de los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del SEBC, para la aplicación de una política monetaria única y para la creación de una moneda única en la tercera fase;

— la supervisión del desarrollo del ecu.

Art. 3.º *Principios generales*

3.1. El IME realizará las funciones y misiones que le encomienden el Tratado y el presente Estatuto, sin perjuicio de la responsabilidad de las autoridades competentes en lo que se refiere a la gestión de la política monetaria en los respectivos Estados miembros.

3.2. El IME actuará de acuerdo con los objetivos y principios que establece el artículo 2 de los Estatutos del SEBC.

Art. 4.º *Funciones principales*

4.1. De acuerdo con el apartado 2 del artículo 109 F del Tratado, el IME:

— fortalecerá la cooperación entre los bancos centrales nacionales;

— fortalecerá la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros con el fin de garantizar la estabilidad de precios;

— vigilará el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo;

— mantendrá consultas sobre temas que sean competencia de los bancos centrales nacionales y que afecten a la estabilidad de entidades y mercados financieros;

— asumirá las tareas del FECOM; en particular, realizará las funciones a las que se refieren los artículos 6.1, 6.2 y 6.3;

— facilitará la utilización del ecu y supervisará su desarrollo, incluido el buen funcionamiento de su sistema de compensación.

Además, el IME:

— mantendrá consultas regulares relativas a la orientación de las políticas monetarias y al uso de los instrumentos de política monetaria;

— normalmente, será consultado por las autoridades monetarias nacionales antes de que éstas tomen decisiones sobre la orientación de la política monetaria, en el contexto del marco común para la coordinación ex ante.

4.2. A más tardar el 31 de diciembre de 1996, el IME especificará el marco necesario en materia de normativa, de organización y de logística para que el SEBC lleve a cabo sus tareas en la tercera fase, de conformidad con el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia. Dicho marco será presentado por el Consejo del IME al BCE, para que éste decida sobre él en la fecha de su constitución.

En particular, de acuerdo con el apartado 3 del artículo 109 F del Tratado:

— preparará los instrumentos y los procedimientos necesarios para aplicar una política monetaria única en la tercera fase;

— fomentará la armonización, cuando sea necesario, de las normas y prácticas por las que se regule la recopilación, elaboración y distribución de estadísticas en el ámbito de sus competencias;

— elaborará las normas que regularán las operaciones que deberán emprender los bancos centrales nacionales en el marco del SEBC;

Consejo de Gobierno adoptará las medidas necesarias para garantizar que los billetes de banco denominados en monedas con tipo de cambio fijo irrevocable sean cambiados por los bancos centrales nacionales a sus respectivos valores de paridad.

Art. 53. *Aplicabilidad de las disposiciones transitorias*

Mientras haya Estados miembros acogidos a excepción seguirán siendo aplicables los artículos 43 a 48 inclusive.

PROTOCOLO SOBRE LOS ESTATUTOS DEL INSTITUTO MONETARIO EUROPEO

LAS ALTAS PARTES CONTRATANTES,

DESEANDO establecer los Estatutos del Instituto Monetario Europeo,

HAN CONVENIDO las siguientes disposiciones, que se incorporarán como Anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea:

Artículo 1.º *Constitución y nombre*

1.1. El Instituto Monetario Europeo (IME) será creado con arreglo a lo dispuesto en el artículo 109 F del Tratado; llevará a cabo sus funciones y realizará sus actividades con arreglo a las disposiciones del Tratado y del presente Estatuto.

1.2. Los miembros del IME serán los bancos centrales de los Estados miembros (bancos centrales nacionales). A los efectos de los presentes Estatutos el Institut Monétaire Luxembourgeois será considerado como el banco central de Luxemburgo.

1.3. Con arreglo a lo dispuesto en el artículo 109 F del Tratado, el Comité de Gobernadores y el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) quedarán disueltos. Todos los activos y pasivos del FECOM pasarán automática e íntegramente al IME.

Art. 2.º *Objetivos*

El IME contribuirá a la realización de las condiciones necesarias para la transición a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, en particular mediante:

— el fortalecimiento de la coordinación de las políticas monetarias, con vistas a garantizar la estabilidad de precios;

— la realización de los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del SEBC, para la aplicación de una política monetaria única y para la creación de una moneda única en la tercera fase;

— la supervisión del desarrollo del ecu.

Art. 3.º *Principios generales*

3.1. El IME realizará las funciones y misiones que le encomienden el Tratado y el presente Estatuto, sin perjuicio de la responsabilidad de las autoridades competentes en lo que se refiere a la gestión de la política monetaria en los respectivos Estados miembros.

3.2. El IME actuará de acuerdo con los objetivos y principios que establece el artículo 2 de los Estatutos del SEBC.

Art. 4.º *Funciones principales*

4.1. De acuerdo con el apartado 2 del artículo 109 F del Tratado, el IME:

— fortalecerá la cooperación entre los bancos centrales nacionales;

— fortalecerá la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros con el fin de garantizar la estabilidad de precios;

— vigilará el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo;

— mantendrá consultas sobre temas que sean competencia de los bancos centrales nacionales y que afecten a la estabilidad de entidades y mercados financieros;

— asumirá las tareas del FECOM; en particular, realizará las funciones a las que se refieren los artículos 6.1, 6.2 y 6.3;

— facilitará la utilización del ecu y supervisará su desarrollo, incluido el buen funcionamiento de su sistema de compensación.

Además, el IME:

— mantendrá consultas regulares relativas a la orientación de las políticas monetarias y al uso de los instrumentos de política monetaria;

— normalmente, será consultado por las autoridades monetarias nacionales antes de que éstas tomen decisiones sobre la orientación de la política monetaria, en el contexto del marco común para la coordinación ex ante.

4.2. A más tardar el 31 de diciembre de 1996, el IME especificará el marco necesario en materia de normativa, de organización y de logística para que el SEBC lleve a cabo sus tareas en la tercera fase, de conformidad con el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia. Dicho marco será presentado por el Consejo del IME al BCE, para que éste decida sobre él en la fecha de su constitución.

En particular, de acuerdo con el apartado 3 del artículo 109 F del Tratado:

— preparará los instrumentos y los procedimientos necesarios para aplicar una política monetaria única en la tercera fase;

— fomentará la armonización, cuando sea necesario, de las normas y prácticas por las que se regule la recopilación, elaboración y distribución de estadísticas en el ámbito de sus competencias;

— elaborará las normas que regularán las operaciones que deberán emprender los bancos centrales nacionales en el marco del SEBC;

- fomentará la eficacia de los pagos transfronterizos;
- supervisará la preparación técnica de los billetes de banco denominados en ecus.

Art. 5.º *Funciones consultivas*

5.1. De acuerdo con el apartado 4 del artículo 109 F del Tratado, el IME podrá emitir dictámenes y recomendaciones sobre la orientación general de la política monetaria y de la política de tipos de cambio, así como sobre las medidas conexas adoptadas en cada Estado miembro. También podrá presentar dictámenes y recomendaciones dirigidas a los Gobiernos y al Consejo sobre las políticas que puedan afectar a la situación monetaria interna o externa de la Comunidad y, en particular, al funcionamiento del SME.

5.2. El Consejo del IME también podrá formular recomendaciones dirigidas a las autoridades monetarias de los Estados miembros en lo que se refiere a la gestión de sus políticas monetarias.

5.3. Con arreglo a lo dispuesto en el apartado 6 del artículo 109 F del Tratado, el IME será consultado por el Consejo sobre cualquier propuesta de acto comunitario que entre dentro del ámbito de sus competencias.

Dentro de los límites y en las condiciones establecidas por el Consejo, que se pronunciará por mayoría cualificada, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al IME, éste será consultado por las autoridades de los Estados miembros sobre los proyectos de disposiciones reglamentarias que entren dentro de su ámbito de competencias, en particular con arreglo al artículo 4.2.

5.4. Con arreglo a lo dispuesto en el apartado 5 del artículo 109 F del Tratado, el IME podrá decidir hacer públicos sus dictámenes y recomendaciones.

Art. 6.º *Funciones operativas y técnicas*

6.1. El IME:

- establecerá la multilateralización de las posiciones resultantes de las intervenciones de los bancos centrales nacionales en monedas comunitarias, así como la multilateralización de las liquidaciones intracomunitarias;

- gestionará el mecanismo de financiación a muy corto plazo que establece el Acuerdo celebrado el 13 de marzo de 1979, entre los bancos centrales de la Comunidad Económica Europea, que estipula las modalidades de funcionamiento del Sistema Monetario Europeo (en lo sucesivo denominado «Acuerdo del SME»), así como el mecanismo de apoyo monetario a corto plazo que establece el Acuerdo celebrado entre los bancos centrales de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea el 9 de febrero de 1970, en su versión modificada;

- llevará a cabo las funciones a que se refiere el artículo 11 del Reglamento (CEE) núm. 1969/88 del Consejo, de 24 de junio de 1988, por el que se establece un instrumento único de ayuda financiera a medio plazo para las balanzas de pagos de los Estados miembros.

6.2. El IME podrá recibir reservas monetarias de los bancos centrales nacionales y emitir ecus contra dichos activos, con el fin de aplicar el acuerdo del SME. Dichos ecus podrán ser utilizados por el IME y por los bancos

centrales nacionales como medio de liquidación y para las transacciones efectuadas entre ellos y el IME. Este adoptará las medidas administrativas necesarias para la aplicación de presente apartado.

6.3. El IME podrá conceder a las autoridades monetarias de terceros países y a las organizaciones monetarias internacionales el estatuto de «Otros tenedores» de ecus, así como fijar los términos y condiciones en los que otros tenedores puedan comprar, poseer o utilizar dichos ecus.

6.4. El IME estará facultado para poseer y gestionar reservas de divisas en calidad de agente de los bancos centrales nacionales y a petición de éstos. Las pérdidas y beneficios relacionados con estas reservas serán por cuenta del banco central nacional que las haya depositado. El IME realizará esta función en un régimen de contratos bilaterales, conforme a las normas establecidas en una decisión del IME. Dichas normas garantizarán que las transacciones efectuadas con estas reservas no afecten a la política monetaria y de tipos de cambio de la autoridad monetaria competente de ningún Estado miembro y sean coherentes con los objetivos del IME y con el correcto funcionamiento del Mecanismo de Tipo de Cambio del SME.

Art. 7.º *Otras funciones*

7.1. Una vez al año, el IME dirigirá al Consejo un informe sobre el estado de los preparativos para la tercera fase. Dichos informes incluirán la evaluación de los progresos efectuados hacia la convergencia en la Comunidad, y abarcarán en particular la adaptación de los instrumentos de política monetaria y la preparación de las medidas necesarias para aplicar una política monetaria única en la tercera fase, así como los requisitos estatutarios que deberán cumplir los bancos centrales para convertirse en partes integrantes del SEBC.

7.2. De acuerdo con las decisiones del Consejo a que se refiere el apartado 7 del artículo 109 F del Tratado, el IME podrá desempeñar otras funciones para la preparación de la tercera fase.

Art. 8.º *Independencia*

Los miembros del Consejo del IME que representen a sus Instituciones actuarán, respecto de sus actividades, con arreglo a sus propias responsabilidades. En el ejercicio de las competencias y en el cumplimiento de las tareas y misiones que le confieren el Tratado y el presente Estatuto, el Consejo del IME no podrá solicitar o aceptar instrucciones de instituciones u órganos comunitarios o de Gobiernos de los Estados miembros. Las instituciones u órganos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en el Consejo del IME en el cumplimiento de sus funciones.

Art. 9.º *Administración*

9.1. Con arreglo al apartado 1 del artículo 109 F del Tratado, el IME estará administrado y gestionado por el Consejo del IME.

9.2. El Consejo del IME estará formado por un presidente, y por los Gobernadores de los bancos centrales nacionales, uno de los cuales será vicepresidente.

9.3. El presidente será nombrado por común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros a nivel de Jefes de Estado o de Gobierno sobre la base, según el caso, de una recomendación del Comité de Gobernadores o del Consejo del IME y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo. El presidente será elegido entre personas de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios. El cargo de presidente del IME sólo podrá ser ocupado por nacionales de los Estados miembros. El Consejo del IME nombrará un vicepresidente. El presidente y el vicepresidente serán nombrados por un período de tres años.

9.4. El presidente desempeñará sus funciones en régimen de dedicación exclusiva. No desempeñará ninguna otra ocupación, remunerada o no, a no ser que el Consejo del IME le conceda, con carácter excepcional, una exención.

9.5. El presidente:

- preparará y presidirá las reuniones del Consejo del IME;
- presentará en el exterior, sin perjuicio del artículo 22, los puntos de vista del IME;
- tendrá a su cargo la gestión diaria del IME.

En ausencia del presidente, desempeñará sus funciones el vicepresidente.

9.6. Las condiciones de empleo del presidente, en particular su retribución, su pensión de jubilación y demás prestaciones de seguridad social, serán objeto de contrato con el IME y las fijará el Consejo del IME a propuesta de un Comité compuesto por tres miembros nombrados por el Comité de Gobernadores o, en su caso, por el Consejo del IME y tres miembros nombrados por el Consejo. El presidente no tendrá derecho de voto en relación con los asuntos a que se refiere el presente apartado.

9.7. Si el presidente dejare de reunir las condiciones necesarias para el ejercicio de sus funciones, o si resultare culpable de falta grave, el Tribunal de Justicia, a solicitud del Consejo del IME, podrá disponer su cese obligatorio.

9.8. El Reglamento Interno del IME será adoptado por el Consejo del IME.

Art. 10. *Reuniones del Consejo del IME y procedimientos de votación*

10.1. El Consejo del IME se reunirá al menos diez veces por año. Las reuniones serán confidenciales. El Consejo del IME podrá decidir por unanimidad hacer públicos los resultados de sus deliberaciones.

10.2. Cada miembro del Consejo del IME, o la persona por él designada, dispondrá de un voto.

10.3. Salvo en los casos en que estos Estatutos dispongan lo contrario, el Consejo del IME tomará sus decisiones por mayoría simple de sus miembros.

10.4. Las decisiones que se adopten en relación con los artículos 4.2, 5.4, 6.2 y 6.3 exigirán la unanimidad de los miembros del Consejo del IME.

La adopción de dictámenes y recomendaciones con arreglo a los artículos 5.1 y 5.2, la adopción de decisiones con arreglo a los artículos 6.4, 16 y 23.6 y la adopción de

directrices con arreglo al artículo 15.3 exigirán mayoría cualificada de dos tercios de los miembros del Consejo del IME.

Art. 11. *Cooperación interinstitucional y obligaciones de información*

11.1. El presidente del Consejo y un miembro de la Comisión podrán participar sin derecho a voto en las reuniones del Consejo del IME.

11.2. El presidente del IME será invitado a participar en reuniones en que el Consejo debata asuntos relacionados con los objetivos y funciones del IME.

11.3. En una fecha que se fijará en el Reglamento interno, el IME elaborará un informe anual sobre sus actividades y sobre la situación monetaria y financiera en la Comunidad. El informe anual, juntamente con las cuentas anuales del IME, se dirigirá al Consejo, al Parlamento Europeo y a la Comisión, así como al Consejo Europeo.

A petición del Parlamento Europeo o por propia iniciativa, el presidente del IME, podrá ser oído por las comisiones competentes del Parlamento Europeo.

11.4. Los informes publicados por el IME se pondrán gratuitamente a disposición de los interesados.

Art. 12. *Denominación monetaria*

Las operaciones del IME se expresarán en ecus.

Art. 13. *Sede*

Antes de que finalice 1992 se deberá adoptar de mutuo acuerdo entre los Gobiernos de los Estados miembros, a nivel de sus Jefes de Estado o de Gobierno, la decisión relativa al establecimiento de la sede del IME.

Art. 14. *Personalidad jurídica*

El IME, que de conformidad con el apartado 1 del artículo 109 F del Tratado tendrá personalidad jurídica propia, gozará en cada uno de los Estados miembros de la más amplia capacidad jurídica que las legislaciones nacionales reconozcan a las personas jurídicas; podrá, en particular, adquirir o enajenar bienes muebles o inmuebles y ser parte en procedimientos judiciales.

Art. 15. *Actos jurídicos*

15.1. En el cumplimiento de su cometido, y en las condiciones que estipula el presente Estatuto, el IME:

- emitirá dictámenes,
- formulará recomendaciones,
- adoptará directrices y tomará decisiones cuyos destinatarios serán los bancos centrales nacionales.

15.2. Los dictámenes y las recomendaciones del IME no tendrán carácter obligatorio.

15.3. El Consejo del IME podrá adoptar orientaciones que estipulen los métodos de ejecución de las condiciones necesarias para que el SEBC desempeñe sus funciones en la tercera fase de la UEM. Las orientaciones del IME no tendrán carácter obligatorio; se presentarán al BCE para que éste decida.

15.4. Sin perjuicio del artículo 3.1, las decisiones del IME serán obligatorias en todos sus elementos para sus destinatarios. Los artículos 190 y 191 del Tratado serán de aplicación a dichas decisiones.

Art. 16. *Recursos financieros*

16.1. El IME estará dotado de recursos propios. La cuantía de los recursos del IME será determinada por el Consejo del IME a fin de asegurar los ingresos que se consideren necesarios para sufragar los gastos administrativos que ocasione el cumplimiento de las funciones y cometidos del IME.

16.2. Los recursos del IME que se determinen de conformidad con el artículo 16.1 se pondrán a su disposición mediante contribuciones de los bancos centrales nacionales, determinadas con arreglo a la clave a que se refiere el artículo 29.1 de los Estatutos del SEBC y desembolsadas en el momento en que se establezca el IME. A tal fin, los datos estadísticos que deberán usarse para la determinación de la clave serán proporcionados por la Comisión, con arreglo a las normas que adopte el Consejo, por mayoría cualificada, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo, al Comité de Gobernadores y al Comité contemplado en el artículo 109 C del Tratado.

16.3. El Consejo del IME determinará, por mayoría cualificada de dos tercios de sus miembros, la forma en que deberán desembolsarse las contribuciones.

Art. 17. *Cuentas anuales y auditoría*

17.1. El ejercicio económico del IME comenzará el primer día del mes de enero y concluirá el último día del mes de diciembre.

17.2. El Consejo del IME adoptará un presupuesto anual antes del comienzo de cada ejercicio económico.

17.3. Las cuentas anuales se elaborarán de conformidad con los principios que estipule el Consejo del IME. Las cuentas anuales serán aprobadas por el Consejo del IME y publicadas a continuación.

17.4. Las cuentas anuales serán inspeccionadas por auditores externos independientes aprobados por el Consejo del IME. Los auditores gozarán de plenos poderes para examinar la totalidad de los libros y cuentas del IME y obtener información completa de las transacciones de éste.

Lo dispuesto en el artículo 188 B del Tratado sólo será aplicable a un examen de la eficacia de la gestión del IME.

17.5. Cualquier superávit del IME se transferirá conforme al siguiente orden:

a) una cuantía que determinará el Consejo del IME se transferirá al fondo de reserva general del IME;

b) el resto del superávit se distribuirá entre los bancos centrales nacionales.

17.6. Si el IME incurriera en pérdidas, el déficit se compensará con cargo al fondo de reserva general del IME. Cualquier déficit restante se compensará mediante contribuciones hechas por los bancos centrales nacionales con arreglo a la clave a que se hace referencia en el artículo 16.2.

Art. 18. *Personal*

18.1. El Consejo del IME estipulará las condiciones de contratación del personal del IME.

18.2. El Tribunal de Justicia será competente en cualquier conflicto que se origine entre el IME y sus empleados, dentro de los límites y en las condiciones establecidas en las condiciones de contratación.

Art. 19. *Control jurisdiccional y asuntos conexos*

19.1. Los actos u omisiones del IME estarán sometidos a revisión o interpretación por el Tribunal de Justicia en los casos y en las condiciones establecidas en el Tratado. El IME podrá incoar procedimientos en los casos y en las condiciones establecidas en el Tratado.

19.2. Los litigios entre el IME, por una parte, y sus acreedores, deudores o terceros, por otra, estarán sometidos a la jurisdicción de los tribunales nacionales competentes, sin perjuicio de las competencias atribuidas al Tribunal de Justicia.

19.3. El IME estará sujeto al régimen de responsabilidad establecido en el artículo 215 del Tratado.

19.4. El Tribunal de Justicia será competente para dictar sentencia en aplicación de cualquier cláusula de arbitraje que pueda existir en contratos celebrados por el IME o en su nombre, tanto si se rigen por el Derecho público como por el privado.

19.5. Las decisiones del IME de emprender acciones ante el Tribunal de Justicia las adoptará el Consejo del IME.

Art. 20. *Secreto profesional*

20.1. Se exigirá de los miembros del Consejo del IME y del personal del IME, incluso después del cese en sus funciones, que no divulguen información amparada por el secreto profesional.

20.2. Las personas que tengan acceso a datos amparados por la legislación comunitaria que imponga la obligación del secreto estarán sujetas a dicha legislación.

Art. 21. *Privilegios e inmunidades*

El IME gozará en el territorio de los Estados miembros de los privilegios e inmunidades necesarios para el ejercicio de sus funciones, en las condiciones establecidas en el Protocolo sobre los privilegios y las inmunidades de las Comunidades Europeas anejo al Tratado por el que se constituye un Consejo único y una Comisión única de las Comunidades Europeas.

Art. 22. *Signatarios*

El IME se comprometerá legalmente frente a terceros por medio de su Presidente o su Vicepresidente o por medio de las firmas de dos miembros del personal del IME debidamente autorizados por el presidente para firmar en nombre del IME.

Art. 23. *Liquidación del IME*

23.1. De conformidad con el artículo 109 L del Tratado, el IME se liquidará en el momento en que se cons-

tituya el BCE. La totalidad del activo y del pasivo del IME pasará entonces, de forma automática, al BCE. Este último liquidará el IME de conformidad con lo dispuesto en el presente artículo. Dicha liquidación se completará antes del comienzo de la tercera fase.

23.2. El mecanismo de creación de ecus a cambio de oro y dólares de los Estados Unidos establecido en el artículo 17 del Acuerdo del SME empezará a funcionar a más tardar el primer día de la tercera fase, conforme a lo dispuesto en el artículo 20 de dicho Acuerdo.

23.3. Todos los créditos y deudas resultantes del mecanismo de financiación a muy corto plazo y del mecanismo de ayuda económica a corto plazo estipulados con arreglo a los Acuerdos a que se refiere el artículo 6.1 se

satisfarán no más tarde del primer día en que entre en vigor la tercera fase.

23.4. Se liquidará todo el activo restante del IME y se saldará todo su pasivo restante.

23.5. El producto de la liquidación a que se refiere el artículo 23.4 se repartirá entre los bancos centrales nacionales con arreglo a la clave a que se hace referencia en el artículo 16.2.

23.6. El Consejo del IME podrá tomar las medidas necesarias para la aplicación de los artículos 23.4 y 23.5.

23.7. En el momento de la constitución del BCE, el presidente del IME cesará en su cargo.

PROTOCOLO SOBRE EL PROCEDIMIENTO APLICABLE EN CASO DE DÉFICIT EXCESIVO

LAS ALTAS PARTES CONTRATANTES,

DESEANDO establecer las modalidades del procedimiento de déficit excesivo a que se refiere el artículo 104 C del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea,

HAN CONVENIDO las siguientes disposiciones, que se incorporarán como Anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea:

Artículo 1.º Los valores de referencia que se mencionan en el apartado 2 del artículo 104 C del Tratado serán:

— 3 por 100 en lo referente a la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto a precios de mercado;

— 60 por 100 en lo referente a la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios de mercado.

Art. 2.º A los efectos del artículo 104 C del Tratado y a los del presente Protocolo, se entenderá por:

— público, lo perteneciente a las Administraciones Públicas, es decir, a la Administración Central, a la Administración Regional o Local y a los fondos de la Seguridad Social, con exclusión de las operaciones de carácter comercial, tal como se definen en el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas;

— déficit, el volumen de endeudamiento neto, con arreglo a la definición del Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas;

— inversión, la formación bruta de capital fijo, tal como se define en el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas,

— deuda, la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada dentro de los sectores del gobierno general, con arreglo a la definición del primer guión.

Art. 3.º A fin de garantizar la eficacia del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, los Gobiernos de los Estados miembros serán responsables, con arreglo a dicho procedimiento, de los déficit del gobierno general con arreglo a la definición del primer guión del artículo 2. Los Estados miembros garantizarán que los procedimientos nacionales en materia presupuestaria les permitan atender, en dicho ámbito, a sus obligaciones derivadas del Tratado. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión, sin demora y de forma periódica, sus déficit previstos y reales y el nivel de su deuda.

Art. 4.º La Comisión suministrará los datos estadísticos utilizados para la aplicación del presente Protocolo.

tituya el BCE. La totalidad del activo y del pasivo del IME pasará entonces, de forma automática, al BCE. Este último liquidará el IME de conformidad con lo dispuesto en el presente artículo. Dicha liquidación se completará antes del comienzo de la tercera fase.

23.2. El mecanismo de creación de ecus a cambio de oro y dólares de los Estados Unidos establecido en el artículo 17 del Acuerdo del SME empezará a funcionar a más tardar el primer día de la tercera fase, conforme a lo dispuesto en el artículo 20 de dicho Acuerdo.

23.3. Todos los créditos y deudas resultantes del mecanismo de financiación a muy corto plazo y del mecanismo de ayuda económica a corto plazo estipulados con arreglo a los Acuerdos a que se refiere el artículo 6.1 se

satisfarán no más tarde del primer día en que entre en vigor la tercera fase.

23.4. Se liquidará todo el activo restante del IME y se saldará todo su pasivo restante.

23.5. El producto de la liquidación a que se refiere el artículo 23.4 se repartirá entre los bancos centrales nacionales con arreglo a la clave a que se hace referencia en el artículo 16.2.

23.6. El Consejo del IME podrá tomar las medidas necesarias para la aplicación de los artículos 23.4 y 23.5.

23.7. En el momento de la constitución del BCE, el presidente del IME cesará en su cargo.

PROTOCOLO SOBRE EL PROCEDIMIENTO APLICABLE EN CASO DE DÉFICIT EXCESIVO

LAS ALTAS PARTES CONTRATANTES,

DESEANDO establecer las modalidades del procedimiento de déficit excesivo a que se refiere el artículo 104 C del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea,

HAN CONVENIDO las siguientes disposiciones, que se incorporarán como Anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea:

Artículo 1.º Los valores de referencia que se mencionan en el apartado 2 del artículo 104 C del Tratado serán:

— 3 por 100 en lo referente a la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto a precios de mercado;

— 60 por 100 en lo referente a la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios de mercado.

Art. 2.º A los efectos del artículo 104 C del Tratado y a los del presente Protocolo, se entenderá por:

— público, lo perteneciente a las Administraciones Públicas, es decir, a la Administración Central, a la Administración Regional o Local y a los fondos de la Seguridad Social, con exclusión de las operaciones de carácter comercial, tal como se definen en el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas;

— déficit, el volumen de endeudamiento neto, con arreglo a la definición del Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas;

— inversión, la formación bruta de capital fijo, tal como se define en el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas,

— deuda, la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada dentro de los sectores del gobierno general, con arreglo a la definición del primer guión.

Art. 3.º A fin de garantizar la eficacia del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, los Gobiernos de los Estados miembros serán responsables, con arreglo a dicho procedimiento, de los déficit del gobierno general con arreglo a la definición del primer guión del artículo 2. Los Estados miembros garantizarán que los procedimientos nacionales en materia presupuestaria les permitan atender, en dicho ámbito, a sus obligaciones derivadas del Tratado. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión, sin demora y de forma periódica, sus déficit previstos y reales y el nivel de su deuda.

Art. 4.º La Comisión suministrará los datos estadísticos utilizados para la aplicación del presente Protocolo.

PROTOCOLO SOBRE LOS CRITERIOS DE CONVERGENCIA PREVISTOS EN EL ARTÍCULO 109 J DEL TRATADO CONSTITUTIVO DE LA COMUNIDAD EUROPEA

LAS ALTAS PARTES CONTRATANTES,

DESEANDO establecer los criterios de convergencia que orientarán a la Comunidad en la adopción de decisiones sobre el paso a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria prevista en el apartado 1 del artículo 109 J del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea,

HAN CONVENIDO las siguientes disposiciones, que se incorporarán como Anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea:

Artículo 1.º El criterio relativo a la estabilidad de precios contemplado en el primer guión del apartado 1 del artículo 109 J del Tratado se entenderá en el sentido de que los Estados miembros deberán tener un comportamiento de precios sostenible y una tasa promedio de inflación, observada durante un período de un año antes del examen, 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. La inflación se medirá utilizando el índice de precios al consumo (IPC) sobre una base comparable, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales.

Art. 2.º El criterio relativo a la situación del presupuesto público, contemplado en el segundo guión del apartado 1 del artículo 109 J del Tratado, se entenderá en el sentido de que, en el momento del examen, el Estado miembro de que se trate no sea objeto de una decisión del Consejo con arreglo al apartado 6 del artículo 104 C del Tratado, relativa a la existencia de un déficit excesivo en dicho Estado miembro.

Art. 3.º El criterio relativo a la participación en el Mecanismo de Tipo de Cambio del Sistema Monetario Euro-

peo, contemplado en el tercer guión del apartado 1 del artículo 109 J del Tratado, se entenderá en el sentido de que los Estados miembros hayan observado, sin tensiones graves y durante por lo menos dos años anteriores al examen, los márgenes normales de fluctuación dispuestos por el mecanismo de tipo de cambio del sistema monetario europeo. En particular, no habrán devaluado, durante el mismo período, por iniciativa propia, el tipo central bilateral de su moneda respecto de la de ningún otro Estado miembro.

Art. 4.º El criterio relativo a la convergencia de los tipos de interés, contemplado en el cuarto guión del apartado 1 del artículo 109 J del Tratado, se entenderá en el sentido de que, observados durante un período de un año antes del examen, los Estados miembros hayan tenido un tipo promedio de interés nominal a largo plazo que no exceda en más de un 2 por 100 el de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. Los tipos de interés se medirán con referencia a los bonos del Estado a largo plazo u otros valores comparables, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales.

Art. 5.º La Comisión suministrará los datos estadísticos que deban utilizarse para la aplicación del presente Protocolo.

Art. 6.º El Consejo, por unanimidad, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo, al IME o al BCE según los casos, y al Comité que se menciona en el artículo 109 C del Tratado, adoptará las disposiciones adecuadas para estipular los detalles de los criterios de convergencia a que se refiere el artículo 109 J del Tratado, que sustituirán entonces al presente Protocolo.

CONCLUSIONES DE LA PRESIDENCIA DEL CONSEJO EUROPEO DE MADRID CELEBRADO LOS DÍAS 15 Y 16 DE DICIEMBRE DE 1995

INTRODUCCIÓN

El Consejo Europeo, reunido en Madrid los días 15 y 16 de diciembre de 1995, ha adoptado decisiones sobre el empleo, la moneda única, la Conferencia Intergubernamental y la ampliación hacia Europa Central y Oriental y hacia el Mediterráneo.

El Consejo Europeo considera que la creación de empleo constituye el principal objetivo social, económico y político de la Unión Europea y de sus Estados miembros, y declara su firme determinación de continuar realizando todos los esfuerzos necesarios para la reducción del desempleo.

El Consejo Europeo ha adoptado el escenario para la introducción de la moneda única y ha confirmado, sin equívoco, que dicha fase comenzará el 1 de enero de 1999.

El Consejo Europeo ha decidido denominar «Euro» a la moneda que se utilizará a partir de enero de 1999.

El Consejo Europeo ha proseguido la reflexión sobre el futuro de Europa iniciada en Essen y continuada en Cannes y Formentor.

En este contexto, tras acoger con satisfacción el informe del Grupo de Reflexión, el Consejo Europeo ha adoptado la decisión de lanzar la Conferencia Intergubernamental el 29 de marzo de 1996 a fin de establecer las condiciones políticas e institucionales necesarias para adaptar la Unión Europea a las necesidades de hoy y de mañana, especialmente con vistas a la próxima ampliación.

Es indispensable que esta Conferencia pueda obtener resultados suficientes para que la Unión aporte un valor añadido a todos sus ciudadanos y para que asuma de una manera adecuada sus responsabilidades a nivel interno y externo.

El Consejo Europeo acoge con satisfacción algunos logros notables que han tenido lugar desde su última reunión en el ámbito de las relaciones exteriores y en los que la Unión Europea ha jugado un papel determinante:

— La firma en París del Acuerdo alcanzado en Dayton, que pone fin a la catastrófica guerra en la antigua Yugoslavia y se basa en considerables esfuerzos europeos durante los meses previos en los ámbitos militar y humanitario, así como en el marco de las negociaciones que se han llevado a cabo. El Consejo Europeo reconoce la decisiva contribución de Estados Unidos en un momento crucial.

— La Nueva Agenda Transatlántica y el Plan de Acción Conjunto Unión Europea-Estados Unidos, firmados

en la Cumbre de Madrid del 3 de diciembre, que constituyen importantes compromisos conjuntos con Estados Unidos para revitalizar y fortalecer nuestra asociación.

— La firma en Madrid del Acuerdo marco interregional entre la Unión Europea y Mercosur, al tratarse del primer acuerdo de este tipo concluido por la Unión.

— La Declaración de Barcelona, que lanza una nueva asociación global euromediterránea que promoverá la paz, la estabilidad y la prosperidad a través del Mediterráneo mediante un proceso permanente de diálogo y cooperación.

— La firma en Mauricio del Convenio revisado de Lomé IV por la Unión Europea y los países ACP, que consolidará la asociación entre ambas partes.

— El dictamen conforme del Parlamento Europeo a la Unión Aduanera entre la Unión Europea y Turquía, que abre la vía para la consolidación y fortalecimiento de una relación política, económica y de seguridad que es crucial para la estabilidad de esa región.

El Consejo Europeo ha iniciado sus trabajos con un cambio de impresiones con D. Klaus Hänsch, Presidente del Parlamento Europeo, sobre los principales temas de debate de la presente reunión.

Finalmente, ha tenido lugar hoy una reunión con los Jefes de Estado y de Gobierno y los Ministros de Asuntos Exteriores de los países asociados de Europa Central y Oriental, incluidos los Bálticos (en lo sucesivo denominados PECO), Chipre y Malta. Se ha procedido a un amplio cambio de opiniones sobre estas conclusiones, los asuntos relacionados con la estrategia de preparación para la adhesión y diversos temas de política internacional.

EL RELANZAMIENTO ECONÓMICO DE EUROPA EN UN MARCO SOCIALMENTE INTEGRADO

A. Unión Económica y Monetaria

1. Escenario de introducción de la moneda única

1. El Consejo Europeo confirma que la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria comenzará el 1 de enero de 1999, de acuerdo con los criterios de convergencia, el calendario, los protocolos y los procedimientos establecidos en el Tratado.

El Consejo Europeo confirma que un alto grado de con-

vergencia económica es una condición previa para el objetivo del Tratado de crear una moneda única estable.

2. El nombre de la nueva moneda es un elemento importante en la preparación del paso a la moneda única, puesto que determina en parte la aceptación pública de la Unión Económica y Monetaria. El Consejo Europeo considera que el nombre de la moneda única debe ser el mismo en todas las lenguas oficiales de la Unión Europea teniendo en cuenta la existencia de los distintos alfabetos; debe ser simple y simbolizar Europa.

El Consejo Europeo decide, por consiguiente, que, desde el comienzo de la tercera fase, el nombre de la moneda europea será Euro. Euro será su nombre completo y no un mero prefijo que se anteponga a los nombres de las monedas nacionales.

El nombre específico Euro se utilizará en lugar del término genérico Ecu utilizado por el Tratado para referirse a la unidad monetaria europea.

Los Gobiernos de los quince Estados miembros han acordado que esta decisión constituye la interpretación convenida y definitiva de las disposiciones del Tratado.

3. Como paso decisivo en la aclaración del proceso de introducción de la moneda única, el Consejo Europeo adopta el escenario de introducción de la moneda única que figura en el Anexo 1, sobre la base del informe elaborado a solicitud suya por el Consejo, en consulta con la Comisión y el Instituto Monetario Europeo. Comprueba con satisfacción que el escenario es plenamente compatible con el informe del IME sobre la introducción de la moneda única.

4. El escenario asegura la transparencia y la aceptabilidad, fortalece la credibilidad y refuerza la irreversibilidad del proceso. Es técnicamente factible y aspira a proporcionar la necesaria seguridad jurídica, minimizar los costes de ajuste y evitar distorsiones de la competencia. De acuerdo con el escenario de introducción, el Consejo, en su formación de Jefes de Estado y de Gobierno, confirmará lo antes posible en 1998 qué Estados miembros cumplen las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única. El Banco Central Europeo (BCE) deberá ser creado con antelación suficiente para que pueda completar los preparativos y comenzar sus actividades plenamente el 1 de enero de 1999.

5. La tercera fase comenzará el 1 de enero de 1999 con la fijación irrevocable de los tipos de conversión entre las monedas de los países participantes, entre sí y con el Euro. Desde esa fecha, la política monetaria y la de tipo de cambio se ejecutarán en Euro, se promoverá el uso del Euro en los mercados de divisas, y los Estados miembros participantes emitirán en Euro la nueva deuda negociable.

6. Un Reglamento del Consejo, cuyos trabajos técnicos preparatorios deberán estar concluidos a más tardar a finales de 1996, entrará en vigor el 1 de enero de 1999 y establecerá el marco legal para el uso del Euro. Desde esta fecha, será una moneda en sentido propio y el Ecu-cesta oficial dejará de existir. Ese Reglamento establecerá, en tanto subsistan diferentes unidades monetarias, una equivalencia legalmente exigible entre el Euro y las unidades monetarias nacionales. La sustitución de las monedas nacionales por el Euro no alterará, de por sí, la continuidad de los contratos, salvo cuando éstos prevean otra cosa. En el caso de contratos expresados en el Ecu-cesta oficial de la Comunidad Europea, de acuerdo con el Tratado, la sus-

titución por el Euro se realizará al tipo de cambio de uno por uno, salvo cláusula en contrario del contrato.

7. A más tardar el 1 de enero del 2002, comenzarán a circular los billetes y monedas denominados en Euro junto con los billetes y monedas nacionales. A más tardar seis meses después, las monedas nacionales habrán sido reemplazadas por completo por el Euro en todos los Estados miembros participantes, y la introducción habrá finalizado. No obstante, los billetes y monedas nacionales seguirán siendo canjeables por billetes y monedas en los bancos centrales nacionales.

8. El Consejo Europeo pide al Consejo ECOFIN que acelere todo el trabajo técnico adicional necesario para aplicar el escenario de introducción adoptado en el día de hoy. También deberá definirse el diseño de los billetes y monedas en Euro en los diferentes alfabetos de la Unión.

II. *Otros preparativos para la tercera fase de la UEM*

Convergencia económica duradera

La disciplina presupuestaria es de crucial importancia, tanto para el éxito de la Unión Económica y Monetaria como para la aceptación de la moneda única por el público. Es, pues, necesario asegurar que, tras el paso a la tercera fase, las finanzas públicas mantengan una trayectoria saneada acorde con las obligaciones del Tratado.

El Consejo Europeo toma nota con interés de que la Comisión se propone presentar en 1996 sus conclusiones sobre los mecanismos para garantizar la disciplina presupuestaria y la coordinación en la Unión Monetaria de acuerdo con los procedimientos y principios del Tratado.

La relación entre los Estados miembros participantes en el área Euro y los Estados miembros no participantes

Las futuras relaciones entre los Estados miembros participantes en el área Euro y los Estados miembros que no participen en dicha área desde el principio, tendrán que definirse antes del paso a la tercera fase.

El Consejo Europeo solicita del Consejo ECOFIN que, en colaboración con la Comisión y el Instituto Monetario Europeo, actuando éstos en el ámbito de sus respectivas competencias, estudien el conjunto de las cuestiones derivadas de que algunos Estados miembros podrían no participar en el área del Euro desde el principio y especialmente, pero no exclusivamente las referentes a los problemas derivados de la estabilidad monetaria.

Trabajos futuros

El Consejo Europeo pide al Consejo ECOFIN que le informe sobre las dos cuestiones anteriores tan pronto como sea posible.

Los trabajos sobre ambos asuntos deberán respetar la exigencia del Tratado de que los Estados miembros que se incorporen al área Euro después de 1999 puedan hacerlo en los mismos términos y condiciones que se apliquen en 1998 a los Estados miembros participantes desde el inicio.

B. Orientaciones generales de política económica

El Consejo Europeo recuerda la necesidad de mantener

de forma duradera un alto grado de convergencia entre las economías de los Estados miembros, tanto para crear unas condiciones estables que permitan pasar a la moneda única como para asegurar el buen funcionamiento del mercado interior. A este respecto, ha aprobado el informe del Consejo sobre la aplicación de las grandes líneas de orientación económica adoptadas en el pasado mes de julio.

C. Empleo

1. El Consejo Europeo reafirma que la lucha contra el desempleo y en favor de la igualdad de oportunidades constituye la tarea prioritaria de la Comunidad y de sus Estados miembros.

La estrategia a medio plazo diseñada en Essen y confirmada en Cannes proporciona el marco apropiado para desarrollar las medidas acordadas. Estas medidas han comenzado a aplicarse en los Estados miembros con resultados globalmente positivos, gracias sobre todo a una adecuada combinación de medidas estructurales y políticas que propician un crecimiento económico sostenido.

El Consejo Europeo acoge favorablemente el informe provisional de la Comisión y el análisis sobre los efectos mutuamente benéficos de una coordinación reforzada entre las políticas económicas y estructurales de la Unión. Solicita a la Comisión que presente su informe final en su reunión de diciembre de 1996.

2. El Consejo Europeo se felicita por la forma en que se ha diseñado y puesto en práctica, por primera vez, el procedimiento de seguimiento del empleo previsto en Essen, que se basa en una estrategia de cooperación entre todos los agentes implicados en este esfuerzo común. Así:

— Los Estados miembros han traducido las recomendaciones de Essen en programas plurianuales de empleo, que recogen medidas innovadoras que ya han comenzado a dar sus frutos y que son el instrumento adecuado para plasmar las recomendaciones que el Consejo vaya adoptando en el ámbito socioeconómico.

— La estrategia de creación de empleo en la Unión Europea cobrará un nuevo ímpetu con la aprobación por el Consejo Europeo del informe conjunto presentado por el Consejo (ECOFIN y Trabajo y Asuntos Sociales) y la Comisión. Por primera vez se ha alcanzado una convergencia de análisis sobre la vía a seguir para que la recuperación económica actual vaya acompañada de una mejora más profunda de la situación del empleo.

Con la aprobación de este informe se cumple el mandato de Essen sobre seguimiento del empleo y se consolidan las políticas de empleo ya acordadas en anteriores Consejos Europeos. Mediante la cooperación de todas las partes implicadas se dan nuevos pasos dirigidos no sólo a identificar los obstáculos a la reducción del desempleo sino sobre todo en relación con los aspectos macroeconómicos y estructurales que favorezcan sustancialmente la creación de nuevos puestos de trabajo.

— Se felicita de que los interlocutores sociales a escala europea hayan llegado, en su declaración en la Cumbre del Diálogo Social en Florencia, a un criterio común sobre las medidas para fomentar el empleo. Igualmente, ve con agrado el amplio margen de coincidencia existente entre este acuerdo de los interlocutores sociales y los criterios del informe único.

— En esta misma línea de implicación de los diferentes sujetos e instituciones que actúan en la Unión, ha examinado con gran interés la resolución del Parlamento Europeo sobre el empleo, constatando también las amplias coincidencias de dicha resolución con el informe único.

3. Sobre la base de las recomendaciones del informe único, el Consejo Europeo insta a los Estados miembros a considerar como prioritarias las siguientes áreas de acción en sus programas plurianuales de empleo:

— Intensificar los programas de formación, especialmente para los desempleados.

— Flexibilizar las estrategias empresariales en aspectos como la organización del trabajo y del tiempo de trabajo.

— Asegurar una evolución de los costes laborales indirectos adecuados a los objetivos de reducción del desempleo.

— Mantener la actual moderación salarial, vinculándola a la productividad, como elemento indispensable para el fomento del empleo intensivo de mano de obra.

— Obtener el máximo nivel de eficacia de los sistemas de protección social de modo que, manteniendo en lo posible el nivel alcanzado, nunca tengan un efecto de desincentivación en la búsqueda de empleo.

— Insistir en una mayor conversión de políticas pasivas de protección al parado en medidas activas de creación de empleo.

— Mejorar sustancialmente los mecanismos de información entre oferentes y demandantes de empleo.

— Fomentar iniciativas locales de empleo.

Las anteriores medidas se pondrán en práctica orientándose en particular a los grupos de atención especial como los jóvenes que no han logrado su primer empleo, los desempleados de larga duración y la población femenina en paro.

En cuanto a las medidas relativas a la moderación salarial, recuerda que estas acciones entran en el campo propio de los interlocutores sociales. La evolución de las cotizaciones sociales aconseja la conveniencia de actuar dentro de un margen de maniobra que permite preservar la estabilidad financiera de los sistemas de protección social.

El grado de aplicación de los programas plurianuales de empleo y de las recomendaciones adoptadas en Madrid deberán revisarse en el Consejo Europeo de diciembre de 1996, con el objeto de reforzar la estrategia de empleo y adoptar recomendaciones adicionales.

4. El Consejo Europeo reitera la necesidad de asegurar un crecimiento económico que cree más empleo, e insta a los Estados miembros a persistir en unas políticas alineadas con las grandes orientaciones de política económica, complementándolas con las reformas estructurales ya iniciadas o pendientes de aplicación, con el objeto de eliminar las rigideces existentes y lograr un mejor funcionamiento de los mercados laborales en los sectores de productos y servicios.

Es preciso aprovechar al máximo la oportunidad que ofrece la fase actual de expansión económica para realizar progresos suplementarios en las reformas estructurales que deben realizarse.

5. El Consejo Europeo subraya finalmente el importante papel que desempeñan las políticas internas y en especial el Mercado Interior, la política de Medio Ambiente, las PYME y las Redes Transeuropeas en la creación de empleo.

6. Los miembros del Consejo Europeo cuyos Estados participan en el Acuerdo anejo al Protocolo sobre la política social del Tratado celebran que, por primera vez, se haya alcanzado un acuerdo con los interlocutores sociales en el marco de dicho Acuerdo, con relación al proyecto de Directiva sobre conciliación entre la vida profesional y familiar («permisos parentales»). Confían en que marque la pauta para ulteriores acuerdos en otros ámbitos importantes de carácter sociolaboral.

7. Por último, para seguir garantizando el éxito de esta estrategia, solicita al Consejo (ECOFIN y Trabajo y Asuntos Sociales) y a la Comisión que realicen un seguimiento permanente de la aplicación de estos programas y que le presenten un nuevo informe anual conjunto para su reunión de diciembre de 1996. Con el fin de facilitar la aplicación práctica del procedimiento de seguimiento del empleo decidida en Essen, es necesario establecer a la mayor brevedad los mecanismos previstos en el informe conjunto (estructura e indicadores comunes). El Consejo Europeo reafirma su determinación de seguir otorgando a la creación de empleo la máxima prioridad de la Unión Europea en los próximos años.

ANEXO 1 ESCENARIO DE INTRODUCCIÓN DE LA MONEDA ÚNICA

1. En su reunión de Cannes del 27 de junio de 1995, el Consejo Europeo pidió al Consejo ECOFIN que, previa consulta a la Comisión y al Instituto Monetario Europeo (IME), elaborase un programa de referencia para la introducción de la moneda única y que se lo presentase para su adopción en la reunión que celebraría en Madrid en diciembre de 1995.

2. Desde la entrada en vigor del Tratado de la Unión Europea («Tratado de Maastricht»), y especialmente desde el inicio de la segunda fase del proceso hacia la Unión Económica y Monetaria, los Estados miembros, los organismos europeos y representantes de numerosas organizaciones privadas han estado estudiando los distintos aspectos del paso a la moneda única. En el momento actual, los trabajos preparatorios han alcanzado un nivel que permite presentar un programa de referencia con medidas claramente definidas y plazos de ejecución preestablecidos.

3. Los trabajos preparatorios en curso se guían por el objetivo primordial del Tratado de crear una moneda única estable. Una condición previa para lograr este objetivo es alcanzar un elevado grado de convergencia de los resultados económicos antes de que se fijen, de manera irrevocable, los tipos de cambio. Una estricta aplicación de los criterios de convergencia, a la hora de determinar qué Estados miembros cumplen las condiciones necesarias para adoptar la moneda única, generará confianza en la nueva moneda, de forma que los mercados y la opinión pública en general se convenzan de que será una moneda fuerte y estable. La convergencia tendrá que ser mantenida después del paso a la tercera fase. En concreto, las finanzas públicas deben seguir una trayectoria sana en consonancia con las obligaciones del Tratado. Para ello se debe trabajar, de acuerdo a los procedimien-

tos y principios del Tratado, en la forma de asegurar la disciplina presupuestaria de los países que participen en el área del Euro. Además, antes de pasar a la tercera fase, tendrá que ser definida la futura relación entre los Estados miembros que adopten el Euro y los demás, a fin de, entre otros objetivos, salvaguardar la estabilidad monetaria dentro del mercado único.

4. Una minuciosa preparación técnica del paso a la tercera fase es necesaria para eliminar incertidumbres y para contribuir a una mayor aceptación pública de la moneda. El escenario de referencia presentado a continuación ha sido definido en consulta con la Comisión y el IME, y ha utilizado el Libro Verde de la Comisión y el Informe del IME sobre el paso a la moneda única. El escenario se ajusta al calendario, procedimientos y criterios establecidos en el Tratado; proporciona transparencia, refuerza la credibilidad y subraya el carácter irreversible del proceso. El escenario es técnicamente viable y aspira a proporcionar la necesaria seguridad jurídica, minimizar los costes de ajuste y evitar distorsiones en la competencia. El escenario, al anunciar medidas concretas que deben tomarse según un calendario claro, ofrece a los usuarios del dinero la información necesaria para adaptarse a la introducción de la moneda única. Por último, el escenario es compatible con el citado informe del IME.

5. El escenario de introducción parte del 1 de enero de 1999 como fecha de inicio de la tercera fase. A continuación se exponen las medidas que habrán de tomarse durante las distintas fases del proceso. En los cuadros del anexo 2 se recogen estas medidas conjuntamente con el calendario, las fechas y los plazos que habrán de respetar los Estados miembros para participar en la tercera fase.

6. El Consejo, en su formación de Jefes de Estado y de Gobierno, confirmará qué Estados miembros cumplen las condiciones necesarias para adoptar la moneda única. La fecha de esta decisión señala el comienzo de un período transitorio, previo al inicio de la tercera fase, en el que se tomarán decisiones para completar los trabajos preparatorios. Por una parte, la magnitud de la tarea induciría a pensar que este período transitorio pudiese durar alrededor de un año; pero, por otra, los Jefes de Estado y de Gobierno deberán basar su selección de los Estados miembros que participarán en la tercera fase en los datos más recientes y fiables del año 1997. Se hará un particular esfuerzo para que los Jefes de Estado y de Gobierno puedan tomar la decisión lo antes posible en 1998. Avanzar en los trabajos preparatorios contribuirá a asegurar que todas las medidas necesarias estén en vigor al dar comienzo la tercera fase. De estas medidas, varias son competencia del Banco Central Europeo (BCE).

7. El BCE tendrá que ser creado con la antelación suficiente para que los trabajos preparatorios sean finalizados de forma que la Institución se encuentre plenamente operativa el 1 de enero de 1999. Esto significa que, lo antes posible dentro de este período transitorio, el Consejo y los Estados miembros participantes deberán adoptar una serie de disposiciones legales y nombrar al Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo. Inmediatamente después de este nombramiento se crearán el BCE y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Los órganos rectores del BCE decidirán, pondrán en marcha y comprobarán el funcionamiento de la estructura necesaria para que tanto el SEBC como el BCE puedan realizar sus funciones en la tercera fase.

8. La tercera fase de la Unión Económica y Moneta-

ría comenzará el 1 de enero de 1999 con la fijación irrevocable de los tipos de cambio de las monedas de los países participantes entre sí y con respecto al Euro, y con la política monetaria única definida y ejecutada en el Euro por el SEBC. El SEBC estimulará la utilización del Euro en los mercados de divisas, y sus operaciones en estos mercados se efectuarán y liquidarán en dicha moneda. El 1 de enero de 1999, la infraestructura del sistema de pagos tendrá que estar en disposición de garantizar un correcto funcionamiento del mercado monetario de área basado en el Euro. Los bancos centrales nacionales podrían facilitar mecanismos de conversión a aquellas instituciones financieras que no hayan sido capaces de dotarse de estos mecanismos necesarios para traducir saldos en Euros a la unidad monetaria nacional y viceversa.

9. El marco jurídico para el uso del Euro vendrá dado por un Reglamento del Consejo que entrará en vigor el 1 de enero de 1999; a partir de esa fecha el Euro pasará a ser una moneda en sentido propio y el Ecu-cesta oficial dejará de existir. En virtud de ese Reglamento las monedas nacionales y el Euro serán expresiones distintas de lo que, desde el punto de vista económico, es la misma moneda. Mientras sigan existiendo diferentes unidades monetarias nacionales, el Reglamento establecerá una equivalencia legalmente exigible entre el Euro y las unidades monetarias nacionales («equivalencia legalmente exigible» significa que a cada importe monetario en unidades monetarias nacionales se le asigna, con fuerza de ley, un contravalor fijo en Euro al tipo de cambio oficial, y viceversa). Durante el período previo al plazo establecido para la culminación del proceso de introducción del Euro, el Reglamento hará posible que los agentes económicos privados utilicen libremente el Euro, aunque éste no será de uso obligatorio. En la medida de lo posible, debería permitírseles generar sus propios mecanismos de ajuste al cambio. Sin embargo, en la aplicación de estos principios se deberá tener en cuenta las prácticas de mercado en términos de estandarización. El Reglamento dispondrá también que los billetes de banco nacionales sigan siendo de curso legal, en el territorio de los países en cuestión, hasta la completa introducción de la moneda única. Los trabajos preparativos técnicos de este Reglamento deberán estar terminados antes de finales de 1996.

10. La sustitución de las monedas nacionales por el

Euro no debería afectar de por sí a la continuidad de los contratos; los importes expresados en moneda nacional se convertirán al Euro al tipo de conversión establecido por el Consejo. En el caso de los valores y créditos con tipo de interés fijo, la sustitución, en sí misma, no alterará el tipo de interés nominal adeudado por el prestatario, a menos que así lo estipule el contrato. En el caso de contratos cuya denominación se refiera al ecu-cesta oficial de la Comunidad Europea, y de conformidad con el Tratado, la sustitución por el Euro se hará al tipo de cambio uno por uno, salvo cláusula en contrario del contrato.

11. La nueva deuda pública negociable —en particular la deuda con vencimiento posterior al 1 de enero de 2002— será emitida en Euro a partir del 1 de enero de 1999 por los Estados miembros participantes. El 1 de julio de 2002 a más tardar, la deuda pública denominada en las antiguas monedas nacionales se amortizará exclusivamente en la moneda única.

12. En los países que participen en la tercera fase, la utilización generalizada del Euro en las operaciones del sector público tendrá lugar, a más tardar, a partir de la completa introducción de monedas y billetes europeos. El calendario correspondiente se establecerá mediante legislación comunitaria, pudiéndose dejar cierta libertad a cada Estado miembro.

13. Se invita a las autoridades públicas a poner en marcha las medidas necesarias para adaptar su administración al Euro.

14. No más tarde del 1 de enero de 2002, los billetes de banco y monedas en Euro se pondrán en circulación, coexistiendo con los nacionales. Dichos billetes y monedas en Euro tendrán curso legal. A medida que se generalice su utilización, se irán retirando de la circulación los billetes y monedas nacionales. Los Estados miembros deberán esforzarse por reducir al mínimo este período de circulación dual. En cualquier caso, los billetes y monedas nacionales dejarán de ser de curso legal a más tardar a los seis meses de la introducción de billetes y monedas en Euro. En dicha fecha el proceso de cambio a la moneda única habrá culminado. Con posterioridad a dicha fecha los billetes de banco y las monedas nacionales podrán seguir canjeándose de manera gratuita en los bancos centrales nacionales.

ANEXO 2

**TRANSICIÓN A LA MONEDA ÚNICA
SECUENCIA CRONOLÓGICA DE ACONTECIMIENTOS**

<i>Fecha</i>	<i>Medidas</i>	<i>Competencia</i>
DICIEMBRE DE 1995 HASTA LA DECISIÓN SOBRE LOS ESTADOS MIEMBROS PARTICIPANTES		
Diciembre de 1995	Adopción del escenario de introducción de la moneda única y anuncio de la fecha de conclusión del proceso de transición (1-VII-2002) y del nombre de la nueva moneda.	Consejo Europeo
31-XII-1996	Determinación del marco normativo, organizativo y logístico para que el BCE-SEBC desempeñe sus tareas en la tercera fase. Preparación de la legislación relacionada con el BCE-SEBC y con la introducción de la moneda única.	IME Comisión, IME, Consejo
Antes de la decisión sobre los Estados miembros participantes	Conformidad de la legislación nacional (1).	Estados miembros

DESDE LA DECISIÓN SOBRE LOS ESTADOS MIEMBROS PARTICIPANTES HASTA EL 1 DE ENERO DE 1999

Lo antes posible en 1998	Decisión sobre los Estados miembros participantes	Consejo (2)
Lo antes posible después de la decisión sobre los Estados miembros participantes	a) Nombramiento del Comité Ejecutivo del BCE. b) Fijación de la fecha de introducción de billetes y monedas en Euro. c) Comienzo de la emisión de billetes en Euro. d) Comienzo de la acuñación de moneda fraccionaria en Euro.	Estados miembros (3) BCE; Consejo (4) SEBC Consejo y Estados miembros (4)
Antes del 1 de enero de 1999	Preparativos finales del BCE-SEBC. a) Adopción de legislación derivada sobre: clave para la suscripción de capital, recopilación de información estadística, reservas mínimas, consulta al BCE, multas y sanciones a entidades. b) Preparación del BCE-SEBC para la fase operativa (creación del BCE, adopción del marco regulatorio, comprobación de la política monetaria, etc.).	Consejo BCE-SEBC

DESDE EL 1 DE ENERO DE 1999 HASTA EL 1 DE ENERO DE 2002 A MÁS TARDAR
Desde el comienzo de la tercera fase hasta la introducción de billetes y monedas europeos

1 de enero de 1999	Fijación irrevocable de los tipos de conversión y entrada en vigor de la legislación sobre la introducción del Euro (naturaleza jurídica, continuidad de contratos, redondeo, etc.).	Consejo (5)
Desde el 1 de enero de 1999	a) Formulación y ejecución de la política monetaria única en Euro. b) Realización de operaciones de divisas en Euro. c) Comienzo del funcionamiento del sistema de pagos TARGET. d) Emisión de nueva deuda pública en Euro.	SEBC SEBC SEBC Estados miembros
1 de enero de 1999 a 1 de enero de 2002 a más tardar	a) Cambio a la par de aquellas divisas con tipos de cambio irrevocablemente fijados. b) Control del proceso de cambio en el sector bancario y financiero. c) Asistencia a todos los sectores económicos para una transición ordenada.	SEBC SEBC y poderes públicos de los Estados miembros y la Comunidad SEBC y poderes públicos de los Estados miembros y la Comunidad

DESDE EL 1 DE ENERO DE 2002 HASTA EL 1 DE JULIO DE 2002 A MÁS TARDAR
Consumación de la transición

<i>Fecha</i>	<i>Medidas</i>	<i>Competencia</i>
1 de enero de 2002 a más tardar	a) Puesta en circulación de billetes en Euro y retirada de billetes en moneda nacional.	SEBC
	b) Puesta en circulación de monedas en Euro y retirada de las nacionales.	Estados miembros (6)
1 de julio de 2002 a más tardar	a) Conclusión del cambio en las administraciones públicas.	Consejo; Estados miembros (6); SEBC
	b) Supresión del curso legal de los billetes y monedas nacionales.	

(1) Los informes que deben presentar la Comisión y el IME en virtud del apartado 1 del artículo 109 J deberán incluir un examen de la compatibilidad de la legislación nacional de cada Estado miembro, incluidos los Estatutos de su banco central nacional, con el artículo 107 y el artículo 108 del Tratado y con los Estatutos del SEBC (el artículo 108 dispone que, a más tardar en la fecha de constitución del SEBC, las legislaciones nacionales deberán ser compatibles con el Tratado y con los Estatutos del SEBC).

(2) En su formación de Jefes de Estado y de Gobierno (apartado 4 del artículo 109 J).

(3) Jefes de Estado y de Gobierno de los Estados miembros participantes, de común acuerdo (apartado 1 del artículo 109 L).

(4) Estados miembros participantes (apartado 2 del artículo 105 A y apartado 4 del artículo 109 K).

(5) El Consejo se pronunciará por unanimidad de los Estados miembros participantes.

(6) Estados miembros participantes.