

---

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

61

## Unión Monetaria Europea

Las claves del éxito

---



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

---



## Introducción.

# Unión monetaria. Las claves del éxito

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

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

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

### UME: CONDICIONES PARA EL ÉXITO

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## LA MONEDA ÚNICA Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

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

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

## NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y MERCADOS EMERGENTES

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

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

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

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

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

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

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

\* \* \*

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

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

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

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



## Apertura de las XVI Sesiones de Trabajo de Tesorería

José M<sup>a</sup> Aracama Yoldi

Excelentísimos señores, señoras y señores asistentes:

Deseo, en primer lugar, darles la bienvenida a estas Decimosextas Sesiones de Trabajo de Tesorería organizadas por la Caja de Ahorros de Navarra y la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, con la colaboración del Instituto de Estudios Económicos, en la confianza de que las mismas serán tan fructíferas como en anteriores ediciones.

A lo largo de las sesiones que tengo el honor de abrir, confiamos en poder aportar análisis y reflexiones de destacados expertos, que nos permitan conocer mejor los cambios en curso y las transformaciones con influencia en las actuaciones de las instituciones financieras, y, muy particularmente, de sus tesorerías.

Nuestro entorno de referencia, y las reglas y pautas de comportamiento que hasta la fecha manejamos, se verán alteradas, mejor aún, ya están siendo alteradas, como consecuencia de un doble proceso; por un lado, el creciente fenómeno de globalización económica, y, por otro, la construcción de la Unión Económica y Monetaria.

El resultado evidente de todo ello es que, de forma progresiva, un conjunto de variables económicas se determinan en los mercados internacionales, quedando fuera de nuestro control directo.

Mención especial a este respecto merecen los mercados financieros que, gracias a la práctica y generalizada libertad de movimientos de capital, favorecida por las tecnologías que permiten realizar las operaciones con meras anotaciones en cuenta, han dado paso a un mercado integrado a escala mundial.

Los retos y oportunidades que la unión monetaria genera, deben permitir que el sistema financiero colabore, todavía de manera más eficiente, a que nuestro tejido productivo alcance cotas de mayor actividad que faciliten nuestra convergencia, en términos de bienestar, con el resto de los países de la Unión.

Resulta esperanzador, en este sentido, observar la buena marcha de la economía española, con tasas de crecimiento superiores al 3 por 100, mientras corrige una buena parte de los desequilibrios macroeconómicos que lastraban su evolución.

También la economía navarra participa de este proceso expansivo, con ritmos de actividad paulatinamente crecientes, mejorando la evolución del pasado ejercicio, en el que logró un incremento del 2,7 por 100. Así, puedo adelantarles que esperamos concluir el presente año con una tasa de crecimiento próxima al 3,5 por 100.

Desde el punto de vista de la demanda, el crecimiento económico navarro está basado en una aportación más intensa del consumo privado y la inversión que la que se registra en el ámbito nacional.

Sin duda, la fortaleza actual de la demanda interna navarra es un factor explicativo más de la menor disminución de la tasa de inflación regional, cuyo diferencial con la nacional se mantiene, con ligeras variaciones, alrededor de un punto porcentual.

Como ustedes bien conocen, esta mayor tensión de los precios no puede ser alterada por el Gobierno de Navarra, al carecer de instrumentos directamente antiinflacionistas. Nuestras actuaciones se orientan a conseguir un aumento del nivel de competencia entre

los agentes económicos que evite la formación de mercados locales insensibles a la evolución general de los precios.

Desde el punto de vista de la oferta, y de forma parecida a lo que sucede en el resto de España, la intensificación del ritmo de crecimiento económico en Navarra se basa en el mantenimiento del vigor expansivo de los servicios, y en la reactivación de la industria que, como en el despegue posterior a la crisis de 1993, está alcanzando un protagonismo fundamental. Por su parte, la construcción está comenzando a conseguir ritmos de actividad crecientes, y la agricultura, después de los excelentes resultados conseguidos en 1996, se sitúa en unos niveles productivos parejos a los de dicho año.

Esta expansión de la actividad propicia un aumento intenso del empleo, con tasas cercanas al 5 por 100, y una reducción del desempleo que se sitúa por debajo del 10 por 100, proporción inferior a la media comunitaria y muy inferior a la nacional.

En este contexto expansivo, la actuación de la Hacienda pública de Navarra se centra en el saneamiento de las cuentas públicas. Así, tanto en 1996 como en el presente ejercicio, no será necesario incrementar el volumen de la deuda pública de Navarra al equilibrar los flujos de gastos e ingresos.

Para 1998, el déficit presupuestario que ahora se prevé es de 5.000 millones de pesetas, cantidad que

tiene como marco de referencia el nuevo Programa de Convergencia, aprobado la pasada primavera, y el acuerdo adoptado en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera, por el que se aceptaba como déficit público máximo para 1998 el 2,5 por 100 del Producto Interior Bruto.

Los resultados que está obteniendo la economía navarra en los últimos años se explican, en buena parte, por la intensificación de sus relaciones con el exterior. Así, debe tenerse presente que Navarra coloca más de un tercio de su producción agrícola e industrial en los mercados exteriores, y recibe un destacado flujo de inversiones industriales desde terceros países.

Por todo ello, y al igual que desde las instituciones que ustedes representan, también desde una pequeña región como es Navarra observamos con gran interés las mutaciones en curso, al objeto de adaptarnos a las nuevas circunstancias, y de redefinir los factores en los que sustentar nuestra capacidad de competir.

Estoy seguro de que en estos días encontraremos algunas respuestas a las cuestiones apuntadas y también, cómo no, nuevas preguntas.

No me queda más que declarar abiertas las Decimosextas Sesiones de Trabajo de Tesorería.

Muchas gracias.

# España y su ingreso en la Unión Monetaria Europea: algunas consideraciones sobre el examen de convergencia de 1998

Enrique Fuentes Quintana (\*)

1. El principio obligado de cualquier análisis de la economía española frente al proyecto de la UME lo constituye el *examen de convergencia* que, según el Tratado de la Unión Europea (TUE) firmado en Maastricht el 7 de febrero de 1992, deberán aprobar los países integrantes de la UE que deseen participar como fundadores en la Unión Monetaria Europea (UME).

Ese *examen de convergencia*, de aprobación necesaria para el ingreso en la UME, supone, como todo examen, el conocimiento de tres componentes bien diferenciados:

1º. El conocimiento del *temario* del examen de convergencia que es preciso preparar y aprobar. Esto es, el cumplimiento de los criterios de convergencia establecidos en el TUE, en los que debería basarse la decisión responsable de cada país comunitario de presentarse o no como candidato y en esos criterios se basará, también, el juicio de los órganos que intervienen en la apreciación final de esta pretensión.

2º. La fecha del examen, la referencia temporal de los datos con los que se juzgará el cumplimiento de los criterios de convergencia de los distintos países que a él comparezcan y el conocimiento de los órganos calificadoros que intervienen en la decisión del ingreso.

3º. Los fundamentos en los que descansa en la actualidad la pretensión de cada país para la aprobación del examen de convergencia y la evaluación de los riesgos que afectan a esa pretensión.

El propósito de este trabajo es analizar esos tres componentes del *examen de convergencia*, refiriendo

mis consideraciones a la economía española y a la regulación establecida en el Tratado de la Unión Europea.

2. El primero de los componentes del *examen de convergencia* es el conocimiento del *temario de ese examen*. Un temario que define el cumplimiento de los criterios, bien conocidos y establecidos en el TUE. Esos criterios, enunciados con la mayor brevedad (1), son los siguientes:

a) *Inflación*: Definida como un blanco móvil relativo (media de los tres países con menor inflación + 1,5 puntos). La inflación se medirá utilizando el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA), calculado por Eurostat para los doce meses anteriores (media de las tasas de inflación en el último año).

b) *Déficit público* del sector de las administraciones públicas que no podrá superar el blanco fijo del 3 por 100 del PIB.

c) La *deuda pública* de todas las administraciones públicas no podrá ser superior al blanco fijo límite máximo del 60 por 100 del PIB.

— El cumplimiento de los criterios b) y c) anteriores contará con los márgenes de flexibilidad establecidos por el TUE. Esa flexibilidad interpretativa establece para el criterio b) que si el déficit público superase el 3 por 100 del PIB por causa excepcional y temporal, con descenso sustancial y continuado, aproximándose al nivel de referencia, se admitirá al país que así se comporte. Por lo que se refiere al criterio c), la deuda pública podrá superar el límite del 60 por 100 del PIB siempre y cuando se registre una dis-

minución de la *ratio* con aproximación a ritmo satisfactorio al nivel de referencia del Tratado pudiendo ser admitido en la UME el país en el que concurren esas circunstancias.

d) *Tipos de interés a largo plazo* (apreciado por bonos del Estado a diez años u otros valores comparables) no deben superar a los registrados durante el período de un año antes del examen por los tres países con un menor crecimiento del IPC + 2 puntos.

e) *Estabilidad cambiaria*: que establece el respeto, durante dos años como mínimo, de los márgenes normales de fluctuación de la moneda del país candidato dentro del mecanismo de cambios del SME, sin que se haya producido tampoco devaluación por iniciativa propia de su moneda respecto de ningún estado miembro en los dos años anteriores.

f) *Sostenibilidad* en los niveles de convergencia alcanzados es el *sexto y fundamental criterio del TUE*, criterio frecuentemente olvidado pero condicionante básico para la aprobación del examen de convergencia. De esta forma la *convergencia sostenible* de los criterios anteriores se convierte en un criterio adicional de cumplimiento necesario para la aprobación del examen.

g) *Otros factores*: el Tratado establece (art. 109 J) que el examen de convergencia tomará en consideración, asimismo, la evolución del ECU, los resultados de la integración de los mercados, la situación y evolución de las balanzas de pagos por cuenta corriente y un estudio de los *costes laborales unitarios* (2) y de otros índices de precios.

3. La tercera de las referencias al examen de convergencia la constituye el conjunto de las siguientes informaciones necesarias antes citadas: la fecha del examen, la de los datos económicos en que debe basarse su realización y el conocimiento de los órganos que deben decidir el ingreso.

a) La *fecha del examen* será la del año 1998, con tres fases que culminarán con la decisión final del Consejo Europeo, en su composición de jefes de Estado y de gobierno, que harán públicos en los primeros días de mayo los países fundadores de la Unión Monetaria Europea.

b) El cumplimiento de los criterios de convergencia se evaluará con los resultados económicos de 1997 y su sostenibilidad en el futuro. Es importante destacar —como ya hemos subrayado anteriormente— que será la *convergencia sostenible* el criterio calificador del examen.

c) Son varios los *órganos calificadores del examen de convergencia* que intervendrán en las diversas fases en que el mismo se divide. Ese proceso parte de dos informes *técnicos*: el del IME y el de la Comisión Europea. Ambos informes se referirán al cumplimiento de los criterios de convergencia por los distintos países comunitarios que concurren al examen de convergencia. Esos informes evaluarán país por país el cumplimiento de los requisitos de convergencia en términos de los resultados económicos de 1997 y su sostenibilidad. La Comisión realizará con su informe una recomendación al Consejo, al nivel de Ministros de Economía y Hacienda (ECOFIN), el cual, por mayoría cualificada, adoptará una decisión evaluando para cada país miembro si cumple o no las condiciones para el ingreso en la UEM. El ECOFIN elevará y recomendará sus conclusiones al Consejo reunido en su formación de jefes del Estado o de gobierno. El Parlamento Europeo será consultado paralelamente y emitirá, asimismo, un *dictamen* al Consejo reunido en su formación de jefes de Estado o de gobierno. Es este Consejo el que, sobre la base de las recomendaciones del ECOFIN y los informes técnicos del IME y de la Comisión, así como del dictamen del Parlamento Europeo, adoptará la decisión *política* final, por mayoría cualificada, que seleccionará a los países que iniciarán el proceso de la Unión Monetaria Europea.

De esta forma, sobre una base *técnica* (informes de la Comisión y del IME) se adoptará la *decisión política* de seleccionar a los países que formarán parte de la UME (decisiones del ECOFIN y decisiones del Consejo a su nivel de jefes de Estado o de gobierno). Así, pues, con distintos propósitos y con diversas competencias, los órganos o instituciones que intervendrán en el proceso de decisión son: el IME, la Comisión Europea, el ECOFIN, el Parlamento Europeo y el Consejo reunido en su formación de jefes de Estado o de gobierno, órgano decisorio final. El calendario previsto para la adopción de esas decisiones se iniciará con la emisión de los informes de la Comisión y el IME en marzo de 1998, la recomendación del ECOFIN en abril de 1998, emitiéndose en parecida fecha el dictamen del Parlamento Europeo. Todo ello para permitir que el Consejo en su nivel de jefes de Estado o de gobierno, teniendo a la vista los trabajos de las instituciones mencionadas, adopte una decisión final a comienzos de mayo de 1998.

4. El *examen de convergencia* ajustado a los criterios que constituyen su temario y a los preceptos del TUE que regulan el proceso de su calificación que se han expuesto, debe contar, como premisa clave, con la *decisión de cada país de la Comunidad de afrontarlo*. Refiriendo este problema a la economía espa-

ñola hay que afirmar que, cuando se constituía el nuevo gobierno del país tras las elecciones generales de 1996, decidió orientar su política económica con la referencia atenta y diaria de todas sus medidas a la superación del reto que suponía cumplir con los criterios de Maastricht para el ingreso en la UME en diciembre de 1997. Esta opción transcendental se fundamentaba en *dos grupos de argumentos*:

A) Como se ha afirmado, con razón que reconozco, hay que concluir que, por duras que fueran las exigencias de ese ajuste económico que planteaba el ingreso en la UME, y aún admitiendo la existencia de dudas razonables sobre la medida en qué España podría beneficiarse de *todas* las ventajas de la UME, existían *dos grupos de razones* para obrar así:

1) El reconocimiento de que dentro del conjunto de ventajas que ofrecía la UME algunas podían beneficiar especialmente a la economía española. Esas ventajas de la UME se han ordenado (3) en dos categorías diferentes: las derivadas de la contribución de la moneda única para mejorar la *eficacia de la asignación* de recursos dentro de la Unión Europea, posibilitando con ello la realización del Mercado Único y las conseguibles por la *mayor estabilidad de precios*, que caracterizará a la Unión Monetaria Europea.

La primera de esas ventajas de la UME reside en posibilitar una ganancia en la eficacia en la asignación de recursos dentro del Mercado Único. Una ganancia que la UME puede lograr por tres vías diferentes. En primer lugar, al *eliminar la incertidumbre cambiaria* entre las distintas monedas nacionales integradas en la moneda única y reducir el coste económico de los riesgos actuales asociados a esa incertidumbre, lo que mejorará las posibilidades del desarrollo del comercio y la inversión. En segundo término, la UME *eliminará los costes de transacción* asociados a los cambios actuales de las distintas monedas de los países de la Unión Europea. Unos costes que desaparecerán al integrarse en la moneda única. En tercer lugar, la UME contribuirá a una mayor eficiencia en la asignación de recursos pues la referencia general de los precios al ECU clarificará y dará una *mayor transparencia a los precios* de los bienes y servicios, contribuyendo así a intensificar la competencia en el Mercado Único y obtener las ventajas que de esa mayor competencia se derivan.

Un segundo grupo de ventajas de la UME parten de su decisiva contribución a la *estabilidad de precios* a través de la política monetaria única y de la exigente política presupuestaria derivada de la aplicación del TUE y del Pacto de Estabilidad y Creci-

miento, finalmente adoptado en el Consejo Europeo de Amsterdam en junio de 1997. El marco de estabilidad de precios dentro de la UME que avalan esas premisas, favorecerá el logro de tipos de interés más bajos y menos variables con efectos positivos sobre la inversión, el consumo y el empleo. Un mejor ambiente de creíble estabilidad de precios puede facilitar, adicionalmente, un mejor comportamiento de los agentes sociales que a su vez contribuirá a reforzar la propia estabilidad del área de la UME (4). Esas ventajas de la UME, derivadas de su contribución a la estabilidad de precios, beneficiarán más a los países con una experiencia histórica de continuada inestabilidad y que padecen una reputación inflacionista. Su ingreso en la UME, al aceptar la disciplina estabilizadora impuesta por los principios de su funcionamiento, concederá una credibilidad mayor a las monedas de esos países y a sus activos en los mercados financieros, credibilidad de la que hoy carecen. De esta manera, los países con menos reputación estabilizadora ganarán credibilidad con su ingreso en la UME beneficiándose así las cotizaciones de sus monedas y de sus activos y, también, su crédito en los mercados internacionales (5).

Esas ventajas se estimaron razones importantes por la política económica española para inclinarse por la opción del ingreso en la UME. Sin embargo, fue la existencia de un segundo grupo de razones las que convertirían a esa opción en definitiva.

2) Ese segundo grupo de argumentos para avalar la alternativa del ingreso en la UME partían del análisis de las *verdaderas alternativas* abiertas por la UME a los países europeos.

Esas alternativas eran tres: la *autoexclusión*, permaneciendo al margen de la UME; el *aplazamiento del ingreso*, demorando su realización para el momento en que se cumplieran cómodamente los criterios de convergencia y, finalmente, optar por cumplir lo antes posible los criterios de convergencia y *comparecer al examen de convergencia en 1998*, fecha prevista por los acuerdos del Consejo Europeo de Madrid. De lo anterior se desprende que los países de la UME disponían de dos alternativas frente a su ingreso: *autoexclusión* y *diferir el momento del ingreso*, cuyas ventajas e inconvenientes debían evaluarse respecto de la decisión de *aceptar el ingreso en la Unión Europea*.

Evaluar la alternativa de la *autoexclusión* frente a la del ingreso en la UME requiere fijar los términos que se comparan. Esa comparación puede realizarse, *en teoría*, enfrentando dos modelos alternativos: 1) El modelo de la *autoexclusión* que viene definido por

una política monetaria independiente más un tipo de cambio flexible (que supone, en principio, una fluctuación cambiaria potencial). 2) Modelo de la *integración en la UME* definido por una política de integración monetaria en el euro. Política monetaria que será competencia del futuro Banco Central Europeo más un tipo de cambio fijo e irreversible.

Discutir las ventajas/inconvenientes de estos dos modelos *en teoría* ha dado lugar a la aplicación de la literatura desbordante suscitada por el problema de las llamadas áreas monetarias óptimas, literatura que ha tratado de identificar las condiciones que deben cumplirse para que los países que se integran en una unión monetaria formen o no una unión monetaria óptima. Para lograr esa propiedad debe cumplir la condición de que los países integrantes de la unión monetaria puedan renunciar, sin costes importantes, a la utilización de una política monetaria propia y a las variaciones del tipo de cambio para ajustar su equilibrio exterior (6). Esas condiciones son dos: 1ª) Que no se produzcan los que se denominan *shocks asimétricos*, esto es, perturbaciones que afectan sólo a uno o varios países de los integrados en la Unión Monetaria. 2ª) Que existan alternativas para estabilizar la economía distintas a las variaciones del tipo de cambio. La literatura de las áreas monetarias óptimas ha tratado de evaluar los factores de los que dependen la importancia de esas dos condiciones para calificar como óptima una unión monetaria (7).

Son estas consideraciones teóricas las que se han aplicado para considerar la existencia o no de una unión monetaria óptima en el proyecto de la Unión Monetaria Europea (8).

¿A qué conclusiones lleva la estimación de la importancia de esas dos condiciones en el caso de la UME? Los trabajos empíricos disponibles —a pesar de sus evidentes limitaciones (9)— apuntan a la posible existencia de *shocks asimétricos* en la UME (10) frente a los cuales los medios disponibles en la UME cuentan con evidentes debilidades derivadas de las reducidas corrientes migratorias y de la inexistencia de un presupuesto comunitario con una capacidad estabilizadora suficiente que constituye, sin duda, una gran carencia del proyecto de la UME en la actualidad y que habría que remediar. Ahora bien, que los *shocks asimétricos* puedan afrontarse sin costes importantes, con variaciones del tipo de cambio, es algo que, como ha afirmado el profesor Rojo, resulta difícil de mantener pues equivale a “confiar demasiado en las virtudes equilibradoras de los tipos de cambio flexibles, que sólo pueden corregir las desviaciones alcistas de costes con la ayuda de políticas monetarias

restrictivas y, por tanto, por vías de ajuste básicamente similares a las que operarán, en tales casos, en una Unión Monetaria” (11).

Creo que la literatura suscitada por la discusión de las áreas monetarias óptimas y la existencia de *shocks asimétricos* deja un mensaje atendible para el proyecto de la UME: la necesidad de reducir los factores que condicionan la importancia de los *shocks asimétricos* (lo que obliga a actuar con decisiones que mejoren la estructura productiva del país, que consigan una mayor flexibilidad en los mercados de bienes y servicios y, en particular, en el mercado de trabajo). Y, asimismo, esos análisis apuntan a la necesidad de disponer de una política presupuestaria en la UME para contrarrestar los efectos de los *shocks asimétricos*.

Sin embargo, la discusión teórica de las ventajas e inconvenientes de la *autoexclusión* de la UME o su ingreso para adoptar una elección fundada entre ambas alternativas —como la que tenía que realizar la política española en 1996— es del todo insuficiente si el campo contemplado es sólo el que ofrece esa perspectiva teórica, porque esta opción del gobierno español debía realizarse en un mundo institucional que la condicionaba y que no podía ignorarse más que corriendo el riesgo de cometer un error histórico.

Ese marco institucional lo componían tres referencias fundamentales: 1ª) La existencia de la UME, que iba a producirse entre los países del núcleo duro de la Unión Europea. Se trataba, pues, de vivir autoexcluidos de la UME con ésta funcionando y España marginada de ese proceso. 2ª) La decisión de la *autoexclusión* tenía que contabilizar, también, las consecuencias de un escenario de completa movilidad de capitales que no iban a permanecer pasivos ante el comportamiento de una economía española autoexcluida del proceso de fundación de la UME. 3ª) Una restricción importante de nuestra elección residía en las limitaciones impuestas por nuestros compromisos comunitarios y los acuerdos diseñados por la Comunidad para el tratamiento de los países excluidos de la UME (países con derogación, países *out*) que establecen drásticas limitaciones para la utilización por éstos de su soberanía monetaria.

¿Qué sucede cuando la alternativa de la *autoexclusión* de la UME se contempla en ese mundo institucional que condiciona de forma decisiva su racionalidad? La respuesta es la necesaria consideración de un conjunto de consecuencias negativas para la *autoexclusión*, que pueden inventariarse en las siguientes partidas:

— Si España se hubiese autoexcluido del ingreso en la UME se hubiese encontrado en la imposibilidad de aplicar una política económica *diferente* a la seguida por los países integrados en la UME para actuar con ventaja. Y ello por dos motivos poderosos: 1º) Como ha afirmado el Banco de España (12): “el escenario de la completa movilidad de capitales ante cualquier síntoma de divergencia de las pautas de estabilidad de un país *out* (con derogación) respecto de las pautas de estabilidad del núcleo de la UME, generaría en los países autoexcluidos amplias fluctuaciones económicas”. En nuestro caso, los mercados de cambios y los mercados financieros zarandearían a la peseta y a los activos en pesetas, con graves costes económicos. La única manera de evitar esas penosas consecuencias sería adoptar las *mismas medidas* (o más estrictas) que los países que decidan integrarse en la UME. O más estrictas, acaba de afirmarse, por la pérdida de credibilidad respecto de su comportamiento y de sus políticas económicas que padecerán los países situados fuera de la UME respecto de los integrados en ella. La existencia de una prima adicional para tratar de ganar la credibilidad de los mercados financieros sería un coste mayor que se seguiría de la *autoexclusión*. 2º) El comportamiento de cualquier país autoexcluido no puede operar en un cuadro de libertades sino en el que marcan los compromisos comunitarios. España ha firmado el TUE que obliga a la convergencia que sólo contempla la opción de mantenerse fuera como transitoria para los países que no cumplan los criterios de convergencia o bien, con carácter excepcional, para los casos del Reino Unido y Dinamarca (13). Por otra parte, es necesario insistir en que las disposiciones comunitarias disciplinan, enérgicamente, las posibles decisiones de los países *out*, impidiendo las prácticas que desestabilicen sus economías, tratando de utilizar su soberanía monetaria con el propósito de actuar con ventaja respecto de los países integrados en la Unión Monetaria Europea.

— La *autoexclusión* de la UME supondría no participar en sus decisiones que, sin embargo, nos afectarían y cuyos costes tendríamos que asumir en todo caso. No participar en la integración en la UME supone renunciar a una capacidad de influencia en las decisiones sobre cuestiones relevantes en el ámbito europeo, tanto desde el punto de vista económico como político (14).

— La *autoexclusión* debe contabilizar también sus efectos sobre la posibilidad de mantener en el frente interno las necesarias políticas de estabilidad y reforma estructural imprescindibles para un futuro ingreso en la UME y, lo que es más importante, para el propio desarrollo de la economía española. ¿Qué go-

bierno español resistiría a las presiones para un cambio de la política económica de estabilidad de precios y la necesaria convergencia nominal si el país quedara marginado de la Unión Monetaria Europea?

— Si España no estuviera dentro de la UME “tampoco contaría con márgenes importantes para hacer frente a los problemas de competitividad a través de ajustes en el tipo de cambio nominal, pues ello conduciría, con toda probabilidad, a la elevación de los tipos de interés” (15).

Una evaluación realista de las consecuencias de la *autoexclusión*, que se siguen del cómputo de las partidas anteriores, permite calificarla como una alternativa no deseable en el momento en que el gobierno español decidió comparecer —en mayo de 1996— al examen de convergencia para su ingreso en la Unión Monetaria Europea.

Menos palabras necesita el análisis de la segunda alternativa frente a la integración en la UME, consistente en *diferir el ingreso para un futuro*. A favor de esa alternativa se ha aducido que ese aplazamiento permitiría cumplir con más comodidad con los criterios de convergencia, reduciendo así el coste de la integración en la UME que deberán soportar los países fundadores. La debilidad de esta argumentación es evidente. En primer lugar, debe afirmarse que esta alternativa, para el caso español, olvida —como ya se ha afirmado— que nuestro país no cuenta con ninguna cláusula de excepción como las del Reino Unido o Dinamarca, pactadas en el Tratado. En segundo lugar —y sobre todo— como ha afirmado el Banco de España, “esa alternativa es un *espejismo*” (16). A esa calificación contribuyen dos motivos. El primero, el de que, a partir de 1999, cuando la UME haya empezado a funcionar, esa convergencia demorada será más difícil de conseguir por las presiones políticas internas en el cambio de orientación de la política económica a que antes me he referido. El segundo motivo destaca el hecho importante de que “el país que difiera su ingreso en la UME se verá excluido de la adopción de las decisiones en la etapa de lanzamiento de la UME, en la que se adoptarán acuerdos de notable importancia para la configuración futura de la política monetaria” (17).

La opción, por tanto, del gobierno español de integrar a nuestro país en la UME contaba con razones importantes. De modo que nuestro problema no reside hoy en discutir las alternativas abiertas a la integración en la UME, sino en lograr el éxito de la acertada decisión adoptada por el gobierno en 1996. Un propósito que requiere cambios fundamentales en nuestra política económica y en las actividades y com-

portamientos de los agentes sociales y del gobierno, a los que nos referiremos en este trabajo.

B) Esa política económica española, plegada al reto del ingreso en la UME, trataba de lograr una conducta acorde de la sociedad española para estabilizar sus precios y alcanzar una situación equilibrada y saneada de su Hacienda Pública. Unos objetivos que precisaban la aplicación de políticas impopulares que no han logrado definirse y aplicarse nunca *auténticamente* por nuestra política económica. En efecto, la historia de la política económica española prueba que los ajustes integrados por medidas de disciplina económica y fiscal, como los que demandaba nuestro ingreso en la UME, tendrían que lograrse presentándolos como retos y exigencias planteados a la economía española por el exterior. A ese reto a la capacidad de adaptación de la economía española realizado desde fuera, ha respondido positivamente casi siempre nuestra sociedad. El ejemplo más destacado de esta afirmación quizás se encuentre en el Plan de Estabilización de 1959, en el que las exigencias de las organizaciones internacionales (FMI, OCDE) constituyeron una premisa indispensable para la aprobación política y la aceptación social de sus medidas. Como afirmaría el profesor Ullastres en aquella oportunidad: "la estabilización de la economía española hay que hacerla en nuestro país desde el extranjero". Pues bien, el gobierno de mayo de 1996 planteó su política económica con el objetivo de entrar en la UME como un desafío al país, derivado del cumplimiento de las exigencias exteriores establecidas en Maastricht y comprometidas por España. Un planteamiento que ha llevado a nuestra sociedad y a nuestros agentes económicos a aceptar el reto y a variar sus comportamientos para lograrlo, secundando a la política económica del gobierno.

5. La política económica española de aprobar el examen de convergencia constituía un objetivo ambicioso y arriesgado para el gobierno que lo asumía a mediados de 1996. Quizás la mejor manera de evaluar las dificultades de ese objetivo sea la de conocer el grado de cumplimiento de los criterios de Maastricht. En diciembre de 1996 la situación era la siguiente:

— La inflación apreciada por el IPC se situaba en un crecimiento del 3,6 por 100 frente al 2,5 por 100 que era el exigido para el ingreso en la Unión Monetaria Europea.

— El déficit público había alcanzado, con ajustes presupuestarios importantes desde mayo a diciembre de 1996, el 4,4 por 100 del PIB frente al 3 por 100 en que se situaba el listón de Maastricht.

— La deuda pública ascendía al 69,6 por 100 del PIB, que excedía en 9,6 puntos porcentuales al nivel al que debería situarse según los criterios del Tratado de la Unión Europea.

— Se incumplía también el criterio del tipo de cambio, pues éste prescribía que ningún país podía ingresar en la UME si había practicado una devaluación en los dos años anteriores. La peseta no cumplía este criterio pues en marzo de 1995 se había depreciado en un 7 por 100.

— Los tipos de interés a largo plazo, situados en el 8,7, eran inferiores en 4 décimas de punto al límite superior fijado por el criterio de Maastricht (9,1 por 100). Ese nivel de tipos de interés se había alcanzado por España en diciembre de 1996.

— Obviamente, el *criterio de sostenibilidad* no se cumplía por la economía española, toda vez que había logrado alcanzar uno tan sólo de los criterios de Maastricht —el de los tipos de interés— y ello por cuatro décimas y en el mes de diciembre.

Una situación ciertamente comprometida para llegar en el plazo de un año a rectificarla para convertir a España en candidato solvente para su ingreso en la Unión Monetaria Europea.

6. Pues bien, la *sorpresa* reservada por el comportamiento de la economía española en 1997 es *doble* e importante, y se registra en el *cumplimiento de los criterios de convergencia* exigidos para el ingreso en la UME y en la *credibilidad generalizada* de ese ingreso en las opiniones técnicas y en las cotizaciones de los mercados financieros.

Ante todo están los datos, es decir, los valores que alcanzan, al final de 1997, los criterios de Maastricht para la economía española. Estos valores son los siguientes:

— Inflación: 1,9 por 100 según el IPC *armonizado*, valor inferior al que se ha situado el criterio de Maastricht (2,7 por 100). La inflación española cumple así el criterio de inflación.

— Déficit público: según el Ministerio de Economía y Hacienda la cifra final alcanzará el 2,6 por 100 del PIB, por debajo del 3 por 100 permitido por el Tratado de la Unión Europea.

— Deuda Pública: 68,3 por 100 del PIB frente a 70,1 por 100 del PIB en 1996. Criterio incumplido pero registrándose una disminución del porcentaje de la

deuda en 1997, que la acerca al valor de referencia del Tratado de la Unión Europea.

— Tipos de interés a largo plazo: 6,8 por 100, por debajo del 8 por 100 en que se encuentra el criterio de Maastricht.

— Estabilidad del tipo de cambio. La peseta ha mantenido su paridad sin devaluar desde hace más de dos años (marzo de 1995) y con cotización estable de la peseta dentro del SME (requisitos de Maastricht).

La conclusión que se desprende de esos valores de los criterios de convergencia para España es que, en 1997, España cumple todos los criterios con excepción del de Deuda Pública. Una excepción que debe salvarse con una interpretación flexible permitida por el Tratado de Maastricht.

En segundo lugar, no sólo los *datos* prueban el fundamento de la candidatura de España para su ingreso en la UME. Como antes se afirmaba, también ese comportamiento de la economía española ha alcanzado una *credibilidad generalizada* de las principales opiniones técnicas y la menos retórica, pero más importante, de los mercados financieros.

El Director del Fondo Monetario Internacional afirmaría en Santander el pasado verano: "Hace un año ustedes se preguntaban ¿entrará España en la UME? Hoy se preguntan ¿quién entrará con nosotros?". El Comisario de Asuntos Económicos Yves Thiebaut de Silguy, al presentar las predicciones de la Comunidad el otoño de 1997, afirmó: "La situación económica española ha evolucionado muy favorablemente y es una de las más alentadoras de Europa", y la misma opinión se contiene en el Informe de la OCDE sobre la economía española aparecido en 1998. Los mercados, a través de las cotizaciones de los tipos de interés (utilizando los diferenciales implícitos en los tipos de interés entre España y Alemania), manifiestan una probabilidad de la entrada de España en la UME en 1999 superior al 90 por 100. Y lo más significativo: los mercados han dejado de cotizar la probabilidad de que España entre con retraso en la UME. A juicio de los mercados, España no sólo va a entrar en la UME sino que lo hará en el grupo de cabeza en 1999.

7. Dos son las preguntas que plantea este comportamiento *sorprendente* de la economía española que nos abre las puertas de la Unión Monetaria Europea:

*Primera: ¿Qué causas* explican este comportamiento de nuestra economía en 1997?, lo que equi-

vale a referirse a las medidas de política económica y a los acontecimientos que están detrás de esas *causas*, y

*Segunda: ¿Es sostenible* este comportamiento en el futuro de nuestra vida en el área del euro y, en todo caso, qué decisiones resultan fundamentales para vivir en ese nuevo espacio europeo que define la Unión Monetaria Europea?

Trataremos de ofrecer respuestas a estos dos interrogantes seguidamente.

8. La experiencia de la economía española en 1996 y 1997 y sus resultados no pueden entenderse sin la concurrencia de sus dos factores causantes: la firme decisión del nuevo gobierno del país desde mayo de 1996 para lograr la convergencia de la economía española con la comunitaria, con el fin de conseguir su ingreso en la UME y la definición por la política monetaria autónoma del Banco de España de una estrategia eficiente para conseguir ese propósito del gobierno. El protagonismo del Banco de España, ganado por su autoridad en las decisiones clave de la política económica, ha constituido un factor decisivo para los resultados alcanzados a finales de 1997 (18).

La política monetaria autónoma del Banco de España, concedida por la Ley de 1 de junio de 1994, respondió a una estrategia consistente en definir ese objetivo prioritario haciendo del logro de la estabilidad de precios a medio plazo, apreciado por el comportamiento del IPC, el centro de su atención. Desde 1995, el Banco de España fijó ese objetivo de estabilidad de precios de forma que el IPC pudiera situarse en 1996 entre el 3,5 y 4 por 100, y en 1997 por debajo del 3 por 100. Esas previsiones se han cumplido, ganando así la credibilidad que se consigue cuando las palabras de los compromisos públicos coinciden con los hechos.

El secreto de ese cumplimiento de los objetivos de inflación reside en el diseño de una política general de estabilidad de la que debería partirse para reducir, de forma sostenible, la inflación. Esa política de estabilidad debería estar constituida por la colaboración de tres políticas con la política monetaria del Banco de España. A saber:

1ª) Una *política presupuestaria*, que redujera el déficit público y detuviera primero y disminuyera después el nivel de la deuda pública. Esa reducción del déficit público tendría que lograrse por una política de consolidación del gasto público y no por aumen-

tos de la imposición. Los niveles elevados que alcanza la presión fiscal en la actualidad no aconsejaban su incremento por sus efectos negativos sobre los incentivos al trabajo, sobre el ahorro y la asunción de riesgos empresariales en los procesos de inversión. Por otra parte, la experiencia de la Hacienda Pública española muestra que los mayores ingresos derivados de una presión fiscal mayor tienden a aumentar los gastos públicos y no a reducir el déficit y la deuda pública.

2ª) La liberalización y competencia creciente en los mercados de bienes y servicios constituye, asimismo, una condición fundamental para lograr la estabilidad de precios.

3ª) La moderación del crecimiento de los salarios y la flexibilización del mercado de trabajo, comportamiento y reforma indispensables para reducir la inflación, aumentar el empleo y sostener la competitividad de nuestras producciones frente al exterior.

Dos de esos componentes de la política de estabilidad han estado presentes en 1997: la política presupuestaria y la liberalización de los mercados de bienes y servicios (medidas adoptadas en telecomunicaciones, colegios profesionales y eliminación de las intervenciones en precios vigilados).

Menos satisfactorio ha sido el comportamiento salarial y del mercado de trabajo (crecimiento de salarios por encima de la inflación y la productividad, con un crecimiento de los costes unitarios del trabajo y su repercusión sobre los precios).

Aun contando con esa limitación, el comportamiento del IPC en 1997 ha sido muy favorable. Tras ese comportamiento está, sin duda, la política monetaria autónoma del Banco de España, la política presupuestaria de 1997 y la liberalización de los mercados de productos y servicios.

A esa caída del IPC, en 1997, han contribuido, también, otras causas afortunadas: por un lado, la estabilidad de precios de las materias primas y de los valores unitarios de las importaciones que no se experimentaba desde hace muchos años. Por otra parte, las condiciones de estabilidad de los tipos de cambio han sido excepcionales. Por último, los precios de los alimentos han jugado un papel muy importante en los valores alcanzados por el índice de precios al consumo.

La caída de la inflación y la reducción del déficit público han permitido que la política monetaria redujera sustancialmente los tipos de interés, cuyos efectos so-

bre la economía española abrirían, en 1997, una clara y perceptible etapa de expansión de su economía.

Las causas de la fuerte expansión que ha llegado a disfrutar nuestra economía en 1997 son complejas y su conocimiento precisa remontarse en el tiempo para contabilizarlas debidamente. Tres son, en mi opinión, las premisas de las que han partido los favorables resultados económicos de 1997 que el Informe de la OCDE sobre España califica como "los mejores alcanzados desde finales de los años ochenta":

1ª) La mejora del entorno internacional en la que la recuperación económica y la apreciación del dólar han reforzado la competitividad exterior de los productos españoles y han permitido una aportación positiva del sector exterior al crecimiento del PIB. Ese cambio de expectativas sobre la situación económica internacional y la aportación positiva del sector exterior lograrían iniciar una fase de recuperación cíclica de la economía española, convirtiéndose así en una premisa importante de su desarrollo actual.

2ª) A esa premisa, marcada por la economía internacional para impulsar el desarrollo interno, se añadía una segunda premisa de importancia decisiva que revelaba el balance de la situación conseguido por la economía española a comienzos de 1996 y heredado por el actual gobierno del país. En efecto, el análisis de ese balance mostraba la existencia de un activo fundamental para avalar el desarrollo futuro de la economía española: la saneada posición competitiva de las empresas españolas. Una posición saneada a la que habían contribuido tres hechos: a) el costoso y duro ajuste de las plantillas practicado en las empresas coincidiendo con la crisis económica de 1992-93; b) la moderación salarial registrada tras la crisis económica en 1994 y 1995; y c) los ajustes del tipo de cambio de la peseta a los datos fundamentales de la economía que se decidirían en los mercados de cambios y se aceptarían por el gobierno socialista a partir de 1993.

Ese activo fundamental de la economía española, a comienzos de 1996, contrastaba con la importancia del elevado pasivo que resaltaba en el análisis económico de ese ejercicio: la existencia de unos elevadísimos tipos de interés que establecían una prima de riesgo penalizadora sobre la inversión y el consumo privados, frenando así su crecimiento, y que elevaban los costes financieros de una deuda pública creciente impulsada por un déficit público continuado.

3ª) Era esa situación de la economía española, a comienzos de 1996, la que concedía una resonancia excepcional a una política de reducción de los tipos

de interés al permitir liberar de su principal obstáculo al crecimiento del consumo y la inversión privadas convirtiéndolas en la base de un proceso duradero de expansión económica.

Esa reducción de los tipos de interés es la que perseguiría la política monetaria del Banco de España basada en una consolidación fiscal que redujera el déficit público hasta un límite capaz de cumplir con los criterios de Maastricht y, por otra parte, con una política de liberalización y competencia de los mercados de bienes y servicios que contribuyera a reducir la tasa de inflación, condición indispensable para legitimar una caída de los tipos de interés. Esta política de estabilidad, aconsejada y diseñada por el Banco de España, debería ser la base para el ingreso de España en la UME y para fundamentar económicamente las reducciones de los tipos de interés. El Banco de España destacó siempre en sus Informes que esas reducciones de los tipos de interés tendrían efectos positivos sobre el desarrollo de la economía. Porque esos menores tipos de interés animarían —como antes se afirmó— la marcha de los motores del gasto privado nacional (consumo/inversión) intensificando el desarrollo del PIB y del empleo.

Es la creencia en esa política de estabilidad, definida por el Banco de España, y su seguimiento por el gobierno, a partir de 1996, la que diferencia la política aplicada en estos dos últimos años de la que dominó la etapa socialista.

Los gobiernos socialistas no creyeron en esa estrategia de consolidación presupuestaria como fundamento del desarrollo económico español pues la consideraron portadora de efectos contractivos sobre el PIB y el empleo. Pensaban que el mayor gasto público y el déficit público sostenían el tono vital de la economía y que cualquier disminución de los mismos acarrearía consecuencias negativas sobre los resultados productivos de la economía. Cuando la reducción del déficit público se impuso como política obligada por el TUE, los gobiernos socialistas trataron de conseguirla por la vía prohibitiva y estéril del aumento de la imposición y no por la contención del gasto público. Una alternativa —como hemos afirmado— que ha probado en España, hasta el límite de la experiencia cierta, su incapacidad para contribuir a la minoración del déficit público, pues los mayores ingresos públicos derivados del aumento de la imposición han llevado siempre a gastos públicos mayores sin influencia perceptible en las cifras del déficit público.

La política económica aplicada, a partir de 1996, ha creído, por el contrario, en los efectos expansivos

de una política económica de estabilidad interpretada por la política monetaria asistida, en primer lugar, por la política presupuestaria y, en segundo lugar, por la política de liberalización y competencia en los mercados. Esa estrategia estaba avalada por la literatura económica reciente que ha venido insistiendo en los efectos económicos positivos de un ajuste presupuestario basado en el control/reducción del gasto público y en la disminución por esa vía del déficit público que permitiera la adopción fundada de unos menores tipos de interés (19). Esas conclusiones de la literatura económica sobre los efectos de los ajustes del gasto público y de su composición sobre la actividad productiva se han destacado por el IME (20) como la alternativa más eficiente de la política presupuestaria. En efecto, esa política presupuestaria lograría efectos importantes sobre la inflación y tendría, también, efectos positivos, *incluso a corto plazo*, sobre la actividad económica.

Esa ha sido justamente la estrategia aconsejada por el Banco de España para su aplicación por la política económica española. Como ha afirmado el Banco de España, el progreso en la senda de la convergencia de la economía española en 1997 no habría sido posible si la política monetaria no hubiera estado acompañada por un esfuerzo estimable de consolidación presupuestaria. La política presupuestaria adoptaría, en el año 1996 y sobre todo en 1997, una actitud restrictiva en las políticas de gasto público que ha conseguido en dos años la reducción del déficit público desde el 6,6 por 100 en 1995 al 2,6 por 100, límite inferior incluso al 3 por 100 fijado para 1997 por los criterios de Maastricht. Esas decisiones de la política presupuestaria han permitido una mejor combinación de la política estabilizadora (política monetaria + política presupuestaria) que ha reforzado su eficacia antiinflacionista, al mismo tiempo que permitiría, por la reducción de los tipos de interés, crear las condiciones necesarias para una recuperación de la actividad económica que se ha manifestado, con toda claridad, en los distintos indicadores del crecimiento de la economía española desde el segundo trimestre de 1997.

Basadas en las políticas de estabilidad aplicadas en 1996 y, sobre todo, en 1997, la economía española se ha situado en una posición favorable que definen, de una parte, su cumplimiento de las condiciones fijadas en el TUE, para su pretendido ingreso en la UME y, de otra, el crecimiento de la economía que testimonian los resultados del ejercicio de 1997. De esta forma se ha logrado alcanzar un *crecimiento económico estable*, objetivo básico de las políticas económicas aplicadas en los dos últimos ejercicios.

A ese crecimiento con estabilidad que manifiestan los indicadores de la economía española en el momento actual y que hemos heredado de 1997, desearía referirme, seguidamente, para conocer, con detalle, sus características.

Aunque los datos definitivos del comportamiento de la economía española no están plenamente disponibles en el momento actual (enero de 1998) no resulta aventurado avanzar el cuadro macroeconómico del pasado ejercicio. El Departamento de Estadística de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas ha estimado sus valores, que son los que se recogen en el cuadro núm. 1.

La lectura de los valores que contiene el cuadro núm.1 debe iniciarse por el análisis del comportamiento de los componentes de la demanda interna que refleja su primera parte. Esos valores nos dicen que el proceso de expansión económica cuenta con tres causas positivas que lo justifican:

1ª) Un aumento de la inversión (formación bruta de capital) cuyas tasas de crecimiento actual se sitúan en valores del orden del 5 por 100 (4,95 por 100 en el cuadro núm. 1), con un crecimiento en los bienes de

equipo aún mayor (9,9 por 100), habiéndose recuperado la inversión en construcción situada en el 2,38 por 100.

2ª) Destaca, asimismo, una presencia vigorosa del consumo privado que, según todas las estimaciones, superará el 3 por 100 en el ejercicio de 1997 (la que refleja el cuadro núm. 1 la sitúa en el 3,14 por 100).

Ese fortalecimiento del consumo privado se apoya en la importante mejora de las expectativas de los consumidores, que reflejan una percepción cada vez más optimista de la situación económica general, de la propia familiar y del momento de compra de los bienes duraderos de consumo.

Por otra parte, el descenso de la inflación y el aumento del empleo han favorecido el impulso del consumo de las familias al fortalecer las bases que deciden sus gastos. También las sucesivas reducciones de los tipos de interés han supuesto un estímulo inequívoco para el consumo privado, a través de la revalorización que han experimentado los activos financieros de los hogares como consecuencia, en parte, del fuerte descenso de los tipos de interés a lo largo de los dos últimos ejercicios. Por otro lado, el efecto ad-

CUADRO NÚM. 1  
EL CUADRO MACROECONÓMICO DEL AÑO 1997  
(Ajustado a las estimaciones de la contabilidad nacional de 1996)  
(31 de diciembre de 1997)

	Año 1996 Millardos pts.	TASAS DE VARIACIÓN			AÑO 1997 (Millardos de pesetas)		Aportación al creci- miento del PIB en 1997
		1997/96			Precios 1996	Precios corrientes	
		Real	Nominal	Precios			
Consumo privado . . . . .	45.669	3,14	5,32	2,11	47.103	48.099	1,951
Consumo público . . . . .	12.122	-0,80	1,06	1,88	12.025	12.250	-0,132
Formación bruta de capital fijo . . . . .	14.871	4,95	7,36	2,30	15.607	15.966	1,002
— Bienes de equipo . . . . .	5.081	9,90	13,15	2,96	5.584	5.749	0,684
— Construcción . . . . .	9.790	2,38	4,36	1,93	10.023	10.217	0,317
Variación de existencias . . . . .	269	(0,10)(*)	(0,10)(*)	1,17	344	348	0,102
Demanda interna . . . . .	72.931	2,95	5,12	2,11	75.079	76.663	2,923
Exportación de bienes y servicios . . . . .	18.762	11,61	14,12	2,25	20.940	21.411	2,964
Importación de bienes y servicios . . . . .	18.121	9,11	12,78	3,36	19.772	20.437	2,247
PIB a los precios de mercado . . . . .	73.572	3,64	5,53	1,82	76.247	77.637	3,640
Sectores productivos ( VAB ) . . . . .	69.202	3,65	5,26	1,55	71.728	72.842	3,437
— Agricultura . . . . .	2.548	3,94	1,65	-2,20	2.648	2.590	0,136
— Industria . . . . .	17.250	4,41	5,82	1,35	18.011	18.254	1,036
— Construcción . . . . .	5.727	2,46	4,94	2,42	5.868	6.010	0,192
— Servicios . . . . .	43.677	3,49	5,29	1,74	45.201	45.988	2,074
Impuestos ligados a la importación e IVA	4.370	3,41	9,73	6,11	4.519	4.795	0,203
PIB a los precios de mercado . . . . .	73.572	3,64	5,53	1,82	76.247	77.637	3,640

(\*) Aportación al crecimiento del PIB (En porcentaje del PIB).  
Estimación de Julio Alcaide a partir de Contabilidad Nacional Trimestral 1.996 ( INE ).

verso que han podido tener estos recortes de los tipos de interés sobre la renta disponible, al afectar negativamente a los flujos de intereses netos recibidos por las familias, se ha visto atenuado —como afirma el Banco de España (21)— por el hecho excepcional de que los tipos con los que se remuneraban los activos financieros de las familias han caído menos que los tipos que han de pagar por sus pasivos durante este ejercicio. Todas esas fuerzas han consolidado el consumo privado convertido hoy en un motor potente de la expansión del gasto interno.

3ª) A esas dos fuerzas expansivas del consumo privado y la inversión se añade el buen comportamiento del sector exterior que muestran las cifras del cuadro núm. 1. Un comportamiento que no había caracterizado en el pasado a los procesos de expansión de la economía española. En efecto, la tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios se ha situado en el 11,61 por 100, mientras que las importaciones han alcanzado una tasa del 9,11 por 100. Ese comportamiento del sector exterior ha supuesto una aportación al crecimiento del PIB de 0,7 puntos porcentuales.

De esta manera, el crecimiento de la economía española se sitúa, en 1997, en el 3,6 por 100 que permite ganar una convergencia real de 1 punto real del PIB con las economías europeas que registran, en 1997, una tasa de desarrollo del 2,5 por 100, inferior a la lograda por la economía española.

A ese crecimiento de la economía española, en 1997, tal y como lo presentan los valores del cuadro núm.1, ha contribuido, de forma decisiva, el impulso de la *demandas interna* que supone una aportación al crecimiento del PIB de 2,92 puntos porcentuales (consumo privado con una aportación del 1,95 por 100, inversión —formación bruta de capital— que explica el 1 por 100 del crecimiento del PIB). Esas aportaciones se completan con una contribución positiva del sector exterior cifrada en 0,7 puntos. Esas contribuciones componen la tasa de aumento de la economía española cifrada en el 3,6 por 100 del PIB en 1997.

Contemplado el ejercicio de 1997 desde el lado de la producción (parte inferior del cuadro núm. 1), se comprueban las aportaciones positivas al crecimiento del PIB de todos los sectores productivos. El sector servicios encabeza las aportaciones a nuestro crecimiento (con una contribución al PIB de más de 2 puntos porcentuales) seguido de la industria que contribuye al crecimiento del PIB en 1,03 puntos porcentuales, mientras la construcción aporta a ese crecimiento de 1997 0,19 puntos. La agricultura, finalmente, a partir

de los datos oficiales, contribuye al crecimiento del PIB en 0,13 puntos.

Esas aportaciones al crecimiento del PIB de los distintos sectores productivos quizás no refleje con la debida claridad el dinamismo que han desarrollado a lo largo del ejercicio de 1997, ya que las aportaciones al crecimiento del PIB, no sólo dependen de su desarrollo en el ejercicio sino también del peso que los distintos sectores tienen en las tasas de producción española. Ese dinamismo de los sectores productivos se traduce mejor en la tasa del crecimiento real en 1997 que recoge el cuadro núm. 1. Sus valores indican que la recuperación de la industria ha sido la noticia económica más destacada en 1997 (con una tasa real de crecimiento en el año del 4,41 por 100), seguida del importante avance del sector servicios cifrada en una tasa del 3,49 por 100. La construcción sitúa su variación positiva (en 2,4 por 100) en valores inferiores a la industria y los servicios, mientras la agricultura, registró una tasa de crecimiento real en 3,94 por 100, según los datos del Ministerio de Agricultura.

Ese comportamiento de la economía española en 1997 ha permitido alterar las cifras de empleo. En efecto, el nivel de empleo no sólo ha acompañado a la expansión de la actividad económica sino que advierte una mayor elasticidad o capacidad de generación de empleo por cada punto ganado en el crecimiento del PIB: el ritmo anual de crecimiento del empleo se sitúa hoy en 364.000 empleos anuales. Los afiliados a la Seguridad Social han alcanzado, en 1997, 384.000, lo que permite lograr el hito histórico de 13.176.000 cotizantes. Estas cifras se han traducido en una disminución del paro, siempre mediaticada por el aumento de la población activa. Así, la tasa de paro se ha situado en el 20,7, que dobla prácticamente la tasa europea, con el agravante de la baja tasa de actividad de nuestra población, situada en el 52 por 100 de la población actual frente al 58 por 100 de la Unión Europea.

Esta expansión de la economía española, impulsada por los aumentos del gasto nacional, reclama una atención diligente de la política económica, capaz de administrar con prudencia ese crecimiento de la economía para hacerlo duradero y evitar cualquier amenaza del mismo a las condiciones de estabilidad.

9. Ese análisis de las causas que han hecho viable la candidatura española para su ingreso en la UME, nos lleva a la segunda pregunta que nos hacíamos anteriormente: ¿es *sostenible* este comportamiento de la economía española en 1998 y, en todo caso, qué decisiones resultan fundamentales para vivir y de-

sarrollar nuestra economía en ese nuevo espacio europeo que define la Unión Monetaria Europea?

Al tratar de ofrecer respuestas a esta pregunta fundamental, nuestros economistas han centrado sus preocupaciones en dos objetivos: afirmar la estabilidad lograda en 1997 y prevenir que la expansión económica en curso no degenera en un desbordamiento incontrolado del gasto nacional, que arriesgue lo mucho que se ha conseguido en los equilibrios de la economía, condicionantes de su desarrollo sostenido a medio plazo.

Esos dos objetivos de la política económica conceden una importancia destacada a las medidas que se adopten en tres escenarios de la política económica en 1998: 1º) En la política de liberalización y competencia de los mercados de bienes y, especialmente, de servicios. 2º) En la política presupuestaria a la que las limitaciones de la política monetaria frente a la fecha límite de mayo de 1998, en que sus competencias serán asumidas por el Banco Central Europeo, la conceden un papel de protagonista en la vigilancia y consecución de los objetivos de estabilidad. 3º) En el comportamiento del mercado de trabajo, que condiciona la estabilidad económica, las posibilidades de empleo y la competitividad de nuestras producciones.

La sostenibilidad del comportamiento del IPC la ha fijado el gobierno en mantener la tasa de la inflación en 1998 en el entorno del 2 por 100; 2,1 por 100 es el objetivo cifrado en los Presupuestos para este año.

Alcanzar ese objetivo no va a ser fácil. En primer lugar, porque no puede contarse con que se repitan las excepcionales condiciones de estabilidad de 1997 —precios favorables de las materias primas, valores unitarios sostenidos de la importación sin alza, tipos de cambio estables— y sobre todo precios de la alimentación decrecientes. Éstos han iniciado ya su ciclo alcista y su comportamiento en 1998 se moverá en esa línea, sin que pueda preverse con precisión su futuro comportamiento, sometido siempre a las variaciones de las cosechas y los mercados. El IPC de 1998 se va a jugar así a la suerte de la evolución del precio de los servicios y de los precios industriales.

Los precios de los servicios han marcado en España lo que los economistas llamamos la inflación *dual* española, esto es: el IPC de los servicios crece a un ritmo que supera claramente al IPC general. Esa inflación *dual* de los servicios se debe a las intervenciones y regulaciones que dificultan —cuando no impiden— una competencia activa en los mercados. Por

este motivo, debe concederse una gran importancia a la política de liberalización y competencia del sector y a su vigilancia constante. El gobierno ha manifestado conocer ese problema y ha actuado sobre él con las liberalizaciones y fomento de la competitividad de las medidas introducidas en junio y diciembre del pasado año. La política de liberalización y competencia del sector servicios debería merecer *de nuevo* la atención inmediata del gobierno, expresada en decisiones y medidas que transmitan una clara voluntad política para extender y vigilar la competencia en el sector servicios. No puede mantenerse un índice del IPC de los servicios —como hoy sucede— dos puntos por encima del IPC general. Una situación tan intensamente *dual* no se registra en otros países europeos. Es esa circunstancia la que da su fundamento a una rápida y decidida liberalización y política de defensa de la competencia en los mercados de servicios de importancia crucial sobre su IPC. Liberalización en la que se ha avanzado considerablemente en estos últimos años, aunque resten aún decisiones que adoptar, como, por ejemplo: en el mercado del suelo, cuyo proyecto de ley no ha terminado de ultimarse; en el sector de la energía, en el que se ha avanzado considerablemente pero no en la reestructuración de las empresas para aumentar su rivalidad competitiva en el mercado; en oficinas de farmacia, sólo reformadas en su *status* monopolístico en los horarios de apertura y cierre y que no han incorporado los cambios decisivos para intensificar la competencia del sector. Por otra parte, no se han aplicado, en absoluto, las medidas generales contenidas en los informes del Tribunal de Defensa de la Competencia (elaboración de un presupuesto anual de las restricciones a la competencia, establecimiento de incompatibilidades que separen reguladores y regulados). En el momento actual sería deseable que el Tribunal de Defensa de la Competencia realizara un amplio balance sobre la situación de los distintos mercados que pudiera inspirar la política económica del gobierno y crear una conciencia ciudadana sobre la importancia de introducir dosis de competencia crecientes en nuestros distintos mercados.

El comportamiento del otro conjunto de precios sobre el que habrá que actuar es el de los precios industriales, condicionado por dos grupos de factores. Por una parte, por la elevación de los precios en las materias primas, los productos intermedios y las manufacturas, determinada por las cotizaciones de los mercados internacionales y la apreciación del dólar, factores sobre los que resulta difícil/imposible cualquier actuación de la política económica interna. En segundo lugar, el comportamiento de los salarios industriales está liderando los aumentos de los distintos

sectores productivos con una desviación importante en su cuantía con la tasa de inflación. El Banco de España (22) ha denunciado a este respecto, como un factor causante de este comportamiento, las rigideces todavía existentes en el mercado de trabajo con sus consecuencias de una escasa diferenciación salarial, a pesar de los diferentes ritmos y avances de las productividades del trabajo por sectores y empresas. Tratar de vencer esta rigidez de la contratación del trabajo contribuiría, muy positivamente, a evitar un despegue alcista de los precios industriales.

La política presupuestaria ha adquirido un papel central para atender a los dos objetivos que dominan en el año del examen de convergencia y en la consolidación de sus resultados en 1998: oponerse a cualquier brote inflacionista del IPC y administrar el actual proceso de expansión de la economía española. Ese papel dominante que los economistas españoles atribuyen a la política presupuestaria descansa en distintos argumentos que se apoyan y refuerzan entre sí.

El primero es el que le conceden las limitaciones de la política monetaria para actuar como política de estabilización en el futuro inmediato. Si España aprueba el examen de convergencia en la primavera de 1998, es evidente que va a vivirse una etapa de convergencia de los tipos de interés a corto plazo, que en el caso de España significa un aterrizaje —que se desea suave— respecto de los tipos de interés de Alemania y que, en opinión del Banco de España, debería retrasarse todo lo posible dada la situación expansiva de la actividad económica y de un posible rebrote alcista del índice de precios al consumo.

Esa aproximación de los tipos de interés podría producirse en el nivel del 4,35–4,50 por 100 (que es el que avanzan los mercados de futuros referidos a Alemania en el último trimestre de 1998). Ahora bien, por lento que sea ese proceso de convergencia de los tipos de interés, España deberá bajar los suyos en el horizonte de 1998, con lo que la actividad económica se beneficiará durante un tiempo de unos tipos de interés más bajos de lo que sería conveniente. Esta situación de la política monetaria supone un obligado desplazamiento de las responsabilidades de la política de estabilidad hacia la política presupuestaria.

El segundo motivo de esa relevancia de la política presupuestaria se deriva de los compromisos del “Pacto de Estabilidad y Crecimiento”, aprobado por el Consejo de la UE en la cumbre de Amsterdam en 1997. Según el “Pacto de Estabilidad y Crecimiento”, el límite de déficit público del 3 por 100 respecto del PIB, debe ser interpretado como un nivel

máximo que sólo puede ser superado en circunstancias excepcionales claramente definidas en el “Pacto”. De facto, las políticas presupuestarias nacionales en la UE deberían orientar sus objetivos hacia el equilibrio presupuestario, dejando un margen para que se registren liquidaciones desequilibradas del presupuesto en las fases de desaceleración de la economía que acompañan a la caída del ciclo económico, sin que esos desequilibrios sobrepasen el 3 por 100 del PIB. El compromiso de esa obligación de las políticas presupuestarias nacionales será objeto de una vigilancia multilateral con un conjunto de sanciones que penalizarán su incumplimiento. Esa revisión de la política presupuestaria por el “Pacto de Estabilidad y Crecimiento” resulta necesaria para afianzar las posiciones financieras de los distintos países que respalden la cotización del euro en los mercados de cambios, y para devolver a la política presupuestaria su capacidad de estabilizar la economía, una capacidad que hoy no tiene y que se necesita en la Europa del euro. Esos nuevos deberes de la política presupuestaria significan tareas importantes y pendientes, en el caso del Presupuesto español, en la consolidación de los gastos públicos y en la reducción del déficit y de la deuda públicos. Unas tareas que obligan a reformas estructurales que deberían realizarse —como ha afirmado el Gobernador del Banco de España— “en períodos de expansión —como el actual— que son los más favorables, porque sólo los países que muestren más decisión y tino en la adopción de las reformas estructurales en esta fase son los que más ventajas obtendrán de la creación de la Unión Monetaria Europea”.

El tercer grupo de argumentos que destacan a la política presupuestaria como instrumento de estabilidad y, al mismo tiempo, como elemento de expansión de la economía, proceden de los análisis de las estrategias presupuestarias aplicadas por los países de la OCDE (23). Las conclusiones principales de esos análisis realizados destacan la importancia de tres decisiones: a) Consolidar el gasto público y no elevar la imposición como instrumento de equilibrio fiscal. b) Dentro del gasto público, las medidas con mayores efectos residen en la revisión de los gastos de protección social y en los salarios y empleo del sector público. c) Cuanto menor sea la reducción del gasto productivo (inversiones en infraestructuras, gastos de educación) menores serán las consecuencias económicas sobre el desarrollo de la actividad. Conclusiones a las que debería atender la política presupuestaria española.

El papel central de la política presupuestaria, que se deriva de los argumentos anteriores, obliga a conocer los principios que se han aplicado en España y

evaluar esos principios de cara a comprobar la situación presupuestaria actual frente a los compromisos de estabilidad y de una expansión ordenada de la economía española. Esta evaluación exige reconocer, ante todo, el esfuerzo realizado en 1996 y en 1997 para reducir el déficit público en esos dos ejercicios y cumplir en el año actual con el límite del 3 por 100 del PIB fijado en el Tratado de Maastricht; 2,6 es el límite final anunciado por el gobierno al déficit público en este ejercicio. El reconocimiento de ese esfuerzo meritorio no puede ignorar, sin embargo, las causas que lo han hecho posible. Aunque el rendimiento de las cuentas públicas del ejercicio de 1997 está todavía por llegar, los análisis del sector público han avanzado algunas características preocupantes de las partidas que han contribuido a ese ajuste presupuestario. Esas denunciadas características son tres: a) el protagonismo logrado por el aumento de los ingresos públicos debido a la expansión de la economía que ha sido superior a la prevista por el gobierno y que ha supuesto, a través de los mayores ingresos, una contribución a la reducción del déficit público. Una contribución, cuantitativamente, más importante que la realizada por la reducción del gasto. b) La reducción del gasto público en partidas que la experiencia de los países de la OCDE manifiesta como perjudiciales para el desarrollo de la economía a largo plazo ha afectado al ajuste presupuestario español (formación bruta de capital) y en otras que no son sostenibles en el futuro (congelación de los sueldos de los funcionarios). c) La caída en los tipos de interés, fruto del acierto de la política económica del gobierno, que ha estado muy presente dentro del ajuste presupuestario de 1997. Por otra parte —y lo que es más importante— ese ajuste de la política presupuestaria de 1997 no ha afectado a tres reformas estructurales imprescindibles para ganar una consolidación duradera del gasto y el déficit públicos: *prestaciones sociales* (con sus tres partidas de pensiones, subsidio de desempleo y sanidad); *situación y financiación de la empresa pública y reorganización y reforma de la administración* de los distintos servicios públicos (24).

Estas debilidades del ajuste presupuestario de 1997 eran difíciles de evitar, dada la urgencia que presidió su elaboración y la necesidad de obtener resultados inmediatos por actuaciones expeditivas sobre el déficit público del ejercicio. Se creyó entonces que, en el Presupuesto para 1998, se abordarían esas reformas estructurales pendientes del sector público y constantemente denunciadas por nuestros hacendistas y economistas. Sin embargo, nada de esto ha sucedido. El Presupuesto para 1998 levanta la preocupación fundada de quien lo analice desde la perspectiva *económica* de su contribución a un crecimiento esta-

ble. El problema del Presupuesto del 98 no está en el cumplimiento del criterio del déficit público establecido para el ingreso en la UME. Ese criterio se cumplirá sin problemas. La cuestión reside, no el déficit público, sino en el crecimiento del gasto público previsto para 1998 que lleva hacia el futuro unos mayores niveles de gasto público, que no incorporan reformas estructurales que reduzcan permanentemente su cuantía ni alteran tampoco su composición. De esta manera, sobre los presupuestos de 1998 se aplicará la norma del comportamiento presupuestario de validez más probada en España: el *incrementalismo del gasto público* que convertirá a 1999 en un ejercicio de ajustes presupuestarios heroicos.

La cara más preocupante para nuestros hacendistas de los Presupuestos de 1998 es, así, el aumento del gasto no financiero que comprometen. No hay partida del gasto público —con la excepción de los gastos por intereses— que no experimente un crecimiento apreciable en el Presupuesto de 1998. Partiendo de bases ajustadas del Presupuesto de 1997, estas elevaciones del gasto público no financiero del Presupuesto de 1998 se registran con una tasa próxima al 6 por 100 en los gastos corrientes y próxima al 6,5 en los gastos de capital, ambos valores superiores a la tasa prevista de aumento del PIB nominal en el próximo ejercicio: 5,67 por 100. Desde el punto de vista funcional, los aumentos del gasto público han sido claramente seleccionados por criterios que se estiman políticos, bien sea por la presión que sobre los mismos mantienen los partidos de las comunidades autónomas que apoyan al gobierno, bien sea por la popularidad y amplio apoyo social de estos gastos públicos (sanidad, con aumentos del 8,6 por 100; educación, con aumentos del 6,2 por 100; formación bruta de capital, con aumento del 7,2 por 100; o el mantenimiento de los gastos sociales en términos reales que significan más del 40 por 100 de gasto de las administraciones públicas).

Ciertamente, y pese a ese comportamiento, ese Presupuesto del gobierno limita las aspiraciones de mayor gasto público de numerosos grupos de nuestra sociedad y de todos los partidos políticos. Nadie defiende hoy en la sociedad española la contención y consolidación del gasto público, de forma que esta política que España necesita se rechaza democráticamente y ningún ideario político está dispuesto a defender públicamente lo que es económicamente necesario. El Presupuesto para 1998 podrá resultar, de ser así, *políticamente inevitable* pero es *económicamente arriesgado* por la presión del gasto público sobre el gasto nacional en un año en el que los componentes de ese gasto nacional —el consumo privado y

el público y las inversiones— amenazan con desbordar las condiciones de estabilidad de la economía. Reiteramos que, situados los programas de gasto público en el cuadro de la economía de 1998, el Presupuesto podrá ser *políticamente inevitable pero es económicamente muy arriesgado*, tanto más si se considera que, por esta vez, la política monetaria, invirtiendo el comportamiento histórico, tendrá que dejar en una peligrosa soledad a la política presupuestaria. En estas circunstancias, sólo cabe pedir el máximo rigor en la ejecución del gasto para que este no supere, en modo alguno, sus previsiones presupuestarias y que todo ingreso adicional que se recaude sobre las previsiones y que, probablemente, se producirá dada la expansión previsible del PIB en 1998, se dedique a disminuir el déficit público o a amortizar la deuda pública. En este sentido de reforzar la disciplina presupuestaria y conseguir para ella la necesaria credibilidad, resulta necesario cumplir la promesa del gobierno que cuenta con más de un año de antigüedad, de disponer de una nueva Ley General Presupuestaria cuyos principios aseguren la disciplina en la ejecución del Presupuesto español (25), acabando con las prácticas y corruptelas que consiente la regulación actual y la arbitraria amplitud con la que se la ha interpretado.

El tercero de los escenarios de la política económica en el que sería conveniente registrar actuaciones y medidas que favorezcan un mejor comportamiento de la economía española para su convivencia en el euro es el del mercado de trabajo.

Existe hoy un convencimiento firme en los economistas españoles en que la regulación del mercado de trabajo y las prácticas que genera esa regulación no son eficaces para permitir que la economía española se acerque a su tasa de crecimiento potencial sin crear situaciones inflacionistas. Y existe, también, la convicción de que esa senda de crecimiento elevado y sostenido, sin tensiones inflacionistas, constituye la única forma de crear empleo, el gran déficit de la economía española. Las tres reformas realizadas en el mercado de trabajo español en 1984, en 1994 y en mayo de 1997, no han supuesto la superación de esas deficiencias. Una superación de importancia vital para la convivencia de España en la Europa del euro. Esos problemas del mercado de trabajo reclaman reformas en puntos vitales de su regulación actual y en las prácticas de como esa regulación se aplica por empresarios, sindicatos y magistraturas de trabajo.

Esos puntos vitales que han denunciado nuestros economistas componen una agenda de reformas institucionales (26) pendientes del mercado de trabajo que destacan y tratan de corregir las debilidades ac-

tuales y que gravitan sobre la estabilidad de nuestros precios, la limitada ocupación de nuestra fuerza de trabajo y la competitividad de nuestras producciones.

Las debilidades actuales observadas en la regulación institucional del mercado de trabajo se manifiestan, según la opinión de nuestros economistas, en el crecimiento de los costes laborales y en la rigidez de los salarios reales que, a su vez, condicionan la inflación diferencial de nuestra economía respecto de las europeas. Esos dos comportamientos se acusan también, de forma negativa sobre el nivel de ocupación, explicando las dudas y debilidades de la demanda de trabajo por parte de nuestras empresas. El crecimiento de los costes laborales y la rigidez de los salarios reales condiciona, en fin, la competitividad exterior de nuestras producciones. De forma que, mientras contemos con el mercado de trabajo hoy existente, éste producirá como un efecto natural costes y precios relativos más elevados situando al margen de la competencia europea a muchas de nuestras producciones. Este comportamiento del mercado de trabajo y sus efectos sobre la competitividad se han corregido tradicionalmente en España por devaluaciones sucesivas de la peseta. Una alternativa que no será practicable en la Europa del euro dado el principio de la fijación irrevocable del tipo de cambio del que parte su funcionamiento. Todas estas consecuencias de la regulación institucional del mercado de trabajo en España demandan su contabilización, que tiene que traducirse en un comportamiento diferente merced a reformas que afecten a lo que antes hemos denominado puntos vitales de su regulación actual.

Tres son al menos esos puntos vitales de la regulación actual en que son precisas reformas del mercado de trabajo (27): a) Su segmentación entre contratados temporales, trabajadores con contratos fijos y parados, con el problema implícito en esa división provocada por los elevados costes de despido de los contratos fijos (por tiempo indefinido). b) Los defectos que padece la negociación colectiva. c) Las características a las que responde la protección del desempleo.

La segmentación del mercado de trabajo es quizás la característica más importante del mercado de trabajo español (28). La evolución de los contratos laborales a partir de la reforma de 1984 ha situado a los contratos temporales en un nivel que no se registra en ningún país europeo (un 33,8 por 100). La aparición de los contratos temporales por la reforma de 1984 permitió crear empleo en forma apreciable en la etapa 1985-1990, pero, al mismo tiempo, produjo la dualidad o segmentación entre empleo fijo y temporal con

efectos muy negativos sobre el funcionamiento del mercado de trabajo. La coexistencia de contratos indefinidos, con altos costes de despido, con contratos temporales que no contaban con esta carga, ha impulsado, más allá de lo imaginable, los contratos temporales. Esta presencia importante de la contratación temporal ha ocasionado tres consecuencias: ha desalentado la formación de los trabajadores con contratos temporales, ha disminuido la productividad (menor en los trabajadores temporales) y ha reforzado el poder de los empleados con contrato ilimitado. De esta manera, el mercado de trabajo español registra la presencia de tres situaciones de los trabajadores. La de los empleados fijos que constituyen el grueso de los afiliados a los sindicatos, que disfrutan, en consecuencia, de mayor poder en la fijación de los salarios y las condiciones de trabajo a la hora de la negociación colectiva. En segundo lugar, están los empleados con contratos temporales, con un poder bien limitado en la seguridad de su ocupación, lo que afecta a su motivación en el desempeño de su trabajo. Finalmente, figuran los parados, sin influencia alguna en los resultados de la negociación laboral y cuya permanencia en situaciones de paro aumenta continuamente y que carecen de poder e influencia en la negociación colectiva del trabajo.

Unos costes elevados de despido del grueso de la contratación laboral (los empleados fijos) parece que, en principio, puede frenar la disminución del empleo en etapas recesivas. Sin embargo, resulta probado (29) que una recesión profunda provoca una mayor destrucción de empleo en una economía con altos costes de despido que en economías con costes reducidos de despido (un comportamiento que ratifica la experiencia española de 1978 y 1984). La explicación de este comportamiento se encuentra en distintos argumentos (30). En primer lugar, los elevados costes de despido aumentan la probabilidad de quiebras empresariales porque reducen el valor de la empresa. Un argumento que refuerza su importancia si los empresarios no han valorado el cambio de su situación (caída de demanda de sus productos, aumento súbito de sus costes), lo que puede llevarles a reaccionar con retraso cuando su empresa alcance por estas circunstancias cambiantes un valor negativo, con lo que el ajuste del empleo necesario para equilibrar sus cuentas puede ser muy elevado. En segundo lugar, el coste de despido elevado reduce la demanda de empleo porque, en una situación de incertidumbre, aumenta el coste de la utilización del trabajo y, en esa situación incierta, el coste elevado del despido afectará negativamente a la inversión. La desigual posición española respecto a los costes de despido la revela no sólo su elevado nivel por la regu-

lación legal, sino por el hecho de que a ella se añaden los costes asociados a los retrasos derivados de la tramitación judicial a los distintos tipos de despido y la propensión de las decisiones judiciales a considerar la mayoría de los despidos (87 por 100) como improcedentes, lo que lleva a una negociación de la empresa con los trabajadores que encarece más aún los costes legales ya elevados de los despidos.

La ineficiencia de la negociación colectiva se manifiesta como un segundo punto crítico del funcionamiento del mercado de trabajo. Cuatro son las acusaciones que los economistas (31) han dirigido a ese comportamiento de la negociación colectiva: a) La de facilitar la extrema rigidez del salario real a la tasa de paro. b) La de producir resultados inflacionistas. c) La de no contabilizar la realidad económica de las empresas a las que no se aplican los acuerdos a su nivel sino los convenios sectoriales. d) La de establecer salarios mínimos superiores al salario mínimo interprofesional y reducir la dispersión salarial que han afectado negativamente al empleo de los jóvenes y a los trabajadores de menor cualificación profesional.

El conjunto de esas consecuencias negativas constituyen efectos derivados de los dos rasgos que caracterizan a la negociación colectiva en España (32): 1º) La complejidad de su estructura con convenios sectoriales y provinciales y la reducida presencia de los convenios a nivel de empresa. 2º) La pobreza de los contenidos de los convenios colectivos, reducidos en su mayoría a la fijación de tablas salariales.

Con reiteración, los economistas que han analizado la negociación colectiva destacan el hecho del dominio que el nivel sectorial y provincial mantienen en los convenios frente a los que se realizan al nivel de empresa. Este tipo de negociación dominante es la más inflacionista y la que menos tiene en cuenta la existencia de parados. Esta consecuencia se deriva de distintas causas (33). En primer término, del hecho de que ese nivel intermedio de negociación no motiva la moderación en el crecimiento salarial, dado que los empresarios del sector se verán afectados de igual forma por los incrementos salariales y los sindicatos tendrán, igualmente, menores incentivos a la moderación porque los afectados por los excesos salariales se encuentran alejados del punto de decisión (empresas del sector u otros sectores). En segundo lugar, por la existencia de una regulación del mercado de trabajo en virtud de la cual se produce una extensión automática de los convenios territoriales por la llamada cláusula de eficacia general (*erga omnes*) a todas las empresas del sector. Esta extensión de los convenios constituye una diferencia radical con la si-

tuación de los países europeos. En los países del área europea, la extensión de los convenios es el resultado de un proceso específico —diferente al del convenio— en el que participan los afectados y que culmina con una decisión particular de la Administración. Las alternativas para evitar la aplicación de esta extensión automática de los convenios a nivel provincial a todas las empresas del sector no han sido operativas (dado el carácter restrictivo de las llamadas “cláusulas de descuelgue” y la escasa importancia de la “eficacia limitada” de los convenios) (34). El dominio de los trabajadores afectados por un convenio sectorial es claro y se extendía al 87,6 por 100 de los trabajadores en 1996, que contrastaba con la existencia minoritaria de los convenios a nivel de empresa que probaban la moderación salarial.

Por otra parte, la pobreza del contenido de los convenios constituye una característica destacada de la negociación colectiva en España (35). La posición negociadora de los convenios se deriva de la actitud defensiva de los empresarios y el comportamiento monopolista de los sindicatos. En ese comportamiento, los sindicatos fijan el nivel del salario real y las empresas determinan el empleo que maximiza su criterio de decisión dado ese salario real. Un comportamiento este que conduce a una solución ineficiente con menor nivel de empleo. Por otra parte, la fijación y defensa del aumento del salario real por parte de los sindicatos está decisivamente condicionada por los intereses de los ocupados con contrato ilimitado, que son los “clientes” naturales de los sindicatos, pues éstos derivan su poder de las elecciones sindicales en las que votan, fundamentalmente, los empleados con contrato indefinido (36). En estas circunstancias, el salario real será rígido a la baja y flexible al alza. Este comportamiento se ve reforzado por la escasa presión que ejercen los parados, a lo que contribuyen, además de los costes de despido, el sistema de protección del desempleo.

La cobertura del desempleo en España ha merecido de los economistas españoles un consenso sobre tres puntos básicos (37): 1º) La necesaria existencia de algún sistema de protección para quienes no consiguen, a pesar de intentarlo activamente, encontrar ocupación, justifica esta percepción del subsidio por motivos de equidad. 2º) Los sistemas de cobertura existentes en España han generado incentivos para no mantenerse activamente en el mercado de trabajo. 3º) Cuanto mayor sea la tasa de sustitución y cuanto mayor sea el período de cobertura, tanto mayor será la tasa de paro. La intensidad de la cobertura de desempleo constituye uno de los factores más importantes para explicar la tasa de paro existente entre

distintos países. Las investigaciones empíricas realizadas en España (38) concluyen que la protección de prestaciones por desempleo disminuye la tasa de salida del paro al empleo. Esas estimaciones afirman que un parado de tres meses tiene una tasa de salida dos veces mayor si no recibe prestación por desempleo que si la recibe. Ese efecto tiene más importancia en la probabilidad de que un parado pase a estar ocupado que la fase del ciclo en que se encuentre la economía. Un sistema de protección al desempleo con elevada tasa de sustitución y con una duración prolongada afecta a la tasa de paro por dos vías. En primer lugar, eleva el salario real decidido en la negociación colectiva. En segundo lugar, contribuye a que los parados no ejerzan una presión sobre los resultados de esa negociación. Esas dos consecuencias elevan la tasa de paro a partir de la cual la expansión de la demanda intensifica la inflación y elevan la tasa de paro de la economía.

La necesidad de profundizar en la reforma del mercado de trabajo ante el proceso de la UME se ha reconocido, con generalidad, por nuestros economistas, generando una preocupación social y política que se ha manifestado en la reforma pactada por sindicatos y empresarios y que ha adquirido fuerza legal en virtud de los decretos que sancionaban esos acuerdos (Decretos-Ley, de 16 de mayo de 1997, sobre “Medidas urgentes para la mejora del mercado de trabajo y el fomento de la contratación indefinida”, “Incentivos en materia de Seguridad Social y de carácter fiscal para el fomento de la contratación indefinida y estabilidad en el empleo”).

¿Hasta qué punto las reformas introducidas por estas disposiciones pactadas por sindicatos y empresarios corrigen las deficiencias existentes en los puntos vitales que se han expuesto del mercado de trabajo? No cabe duda de que la reforma pactada en 1997 se mueve hacia esas tres direcciones expuestas anteriormente a las que apuntan los defectos de la regulación de la que partieron las deliberaciones de empresarios y trabajadores en 1997. Así, y por vez primera, los sindicatos han admitido que los elevados costes de despido constituyen un obstáculo importante para lograr un empleo más estable, las reformas apuntan también a ampliar el contenido de la negociación colectiva al otorgar mayores dosis de autonomía a empresarios y trabajadores, y la mejora de los incentivos para buscar y encontrar empleo se apunta muy tímidamente en sus disposiciones.

Sin embargo, la mayoría de los economistas que han juzgado la reforma del mercado de trabajo de mayo de 1997, alabando su acierto en el origen de la

reforma en el pacto empresarios-sindicatos a diferencia de las realizadas en 1984 y 1994, consideran que las medidas adoptadas no resultan suficientes (39) para corregir la segmentación del mercado de trabajo, para superar la rigidez de la negociación colectiva y para alterar la preferencia por las políticas pasivas contra el paro, basadas en unas prestaciones de desempleo que conservan los defectos que antes se han denunciado. La reducción de los contratos temporales mediante la promoción del nuevo contrato indefinido con menores costes de despido, reconoce a estos como motivo importante de la segmentación del mercado de trabajo pero resulta difícil creer que ese nuevo contrato pueda sustituir masivamente a la contratación temporal. La nueva redacción dada al artículo 52 c) del Estatuto de los Trabajadores, para clarificar las causas del despido objetivo, es difícil que pueda alterar la práctica de la jurisprudencia, inclinada hasta hoy a una interpretación como despidos improcedentes de una mayoría abrumadora de los practicados por nuestras empresas (40). Las reformas de la negociación colectiva no garantizan, como sería deseable, una mayor descentralización de los convenios colectivos para permitir que los acuerdos salariales respondan más adecuadamente a la pluralidad de situaciones en que se encuentran las empresas. Siguen vigentes los convenios colectivos a nivel sectorial y provincial que, con la cláusula *erga omnes*, extienden la vigencia de su contenido sobre las empresas que no pactaron esas condiciones. Las prestaciones por desempleo conservan su vieja configuración en cuanto a nivel y, sobre todo, en duración, sin aportar por la vía alternativa de las políticas activas de empleo (41), basadas en la formación profesional de los parados y apoyo a éstos en la búsqueda de empleo, la colaboración debida. Las regulaciones nuevas de salario mínimo y de los contratos a tiempo parcial —la gran deficiencia de los contratos de trabajo en España— han encarecido su coste al equipararlos al resto en cuanto al régimen de prestaciones, lo que no estimula ciertamente la generación de empleo.

Esta valoración crítica de la reforma laboral de 1997, deja abierta la posibilidad de que su aplicación muestre como equivocados esos peligros que los economistas temen de su regulación. Porque es cierto que las mayores dosis de autonomía que la nueva normativa concede a trabajadores y empresarios deja en sus manos y voluntad el impacto real de la reforma. En esa dirección sería deseable que las posibilidades que se abren para facilitar la contratación indefinida y reducir la temporalidad, con el nuevo contrato, se aprovecharan al máximo por empresas y trabajadores. Sería deseable, también, que el comportamiento de los trabajadores que cuentan con el con-

trato indefinido se tradujera en una moderación salarial responsable y en avances en la movilidad funcional y geográfica de la mano de obra a cambio de otro tipo de reivindicaciones como la mejora de la formación impartida en las empresas que, al fomentar las ganancias de productividad, pudiera favorecer a medio plazo la orientación de los ajustes del mercado de trabajo para que estos discurrieran por la vía del precio (salarios) y no por el camino alternativo y costoso de la reducción de las plantillas. Un comportamiento este último que resultará esencial para amortiguar los efectos negativos que pueden provocar los *shocks* asimétricos sobre nuestra economía cuando formemos parte de la UME. Este, en todo caso, es un comportamiento deseable que no favorece la regulación actual del mercado de trabajo pero que podía alcanzarse si la conducta de sus intérpretes (empresarios y trabajadores) discurriera en el sentido apuntado.

El examen realizado hasta aquí de la mano de los escritos de nuestros economistas para afirmar la estabilidad de precios y prevenir que la expansión económica en curso no degenerara en un desbordamiento incontrolado del gasto nacional, subraya la necesidad de atender a esos escenarios cuyo descuido podría arriesgar lo mucho que se ha conseguido en los equilibrios de la economía. Ese análisis de las opiniones de nuestros economistas lleva las preocupaciones hacia las políticas de liberalización y competencia en los mercados de bienes y servicios, a los deberes de reforma de nuestra política presupuestaria que pongan un mayor acento en las reformas estructurales pendientes en el gasto de las prestaciones sociales, en la financiación de la empresa pública, en la mejora de la gestión de nuestras administraciones públicas y, en fin, a las reformas en el mercado de trabajo, que corrijan sus evidentes debilidades que imponen los elevados costes de despido, las limitaciones en la negociación colectiva y en la protección del desempleo. Si la sociedad y la política económica españolas no son conscientes de estos problemas y no ponen la máxima voluntad en su solución, España no podrá aprovechar las oportunidades de desarrollo de la producción y el empleo que ofrece el espacio europeo y la moneda única.

**10.** La atención a esos tres escenarios que condicionan la sostenibilidad futura por España de los criterios de Maastricht constituye una parte de los deberes de nuestra política económica que reclaman decisiones y perseverancia en las reformas de los mercados de bienes y servicios, de la política presupuestaria y del mercado de trabajo. Ese escenario de la convergencia nominal con Europa no es, sin embargo, el exclusivo al que debemos atender en el futuro porque la

convergencia *real* de la economía española con los países comunitarios exige contemplar —según las opiniones de nuestros economistas— los factores críticos que dominan el desarrollo a medio y largo plazo de la economía española actuando sobre ellos.

¿Hacia qué preocupaciones y afirmaciones llevan los escritos de los economistas que proponen esa contemplación de nuestro proceso de integración europea? Tratemos de ofrecer una respuesta a esta importante pregunta (42).

Una respuesta que se inicia con el análisis de una premisa consistente en identificar el *común denominador* de los factores de divergencia y desequilibrio, que pone de relieve el análisis comparado de nuestra economía en el entorno europeo (43). Ese *común denominador* se encuentra en el desnivel de productividad como consecuencia de nuestra menor capitalización, particularmente perceptible en tres partidas: capital tecnológico (situado en un nivel relativo del 34 por 100 en 1996, respecto de la media europea), capital humano (que alcanza el nivel relativo del 64 por 100) y capital público (en el que, pese a los esfuerzos de inversión en los últimos años, nuestra posición relativa se sitúa en el 67 por 100 de la media comunitaria). En ese problema común de una capitalización deficiente está el origen de otras muchas limitaciones: la reducida especialización productiva y comercial en las ramas de mayor contenido tecnológico y mejores perspectivas de crecimiento; el escaso nivel de internacionalización de nuestras empresas y el elevado componente del paro estructural y tecnológico que padecemos.

Si se parte de esta premisa, aumentar las posibilidades de crecimiento sostenido de la producción y del empleo en un mundo de presión competitiva creciente que define la Europa del euro, demanda a nuestra economía un esfuerzo de invertir más y mejor que nuestros socios europeos (44), remediando las deficiencias de la capitalización española y, fundamentalmente, en las tres partidas antes mencionadas: capital tecnológico, capital humano y capital público. Unas inversiones que demandan no sólo el remedio de las deficiencias españolas sino la aplicación de numerosas técnicas, que vienen generando los campos de la información y comunicaciones, que faciliten el desarrollo de nuevas actividades productivas y empleos que éstas consienten.

La estrategia de la política económica que inspira ese planteamiento de nuestra *convergencia real* con la Europa comunitaria destaca la importancia de actuar en tres direcciones (45). La primera de ellas es asegurar la convergencia nominal que garantice el

cumplimiento sostenible de los criterios de Maastricht. No habrá una mayor inversión productiva que necesitemos sin asegurar las condiciones de estabilidad. Dicho en otros términos: no es posible alcanzar el objetivo de la *convergencia real* sin cumplir las condiciones de la convergencia nominal. Ambos procesos tienen raíces comunes y resultan complementarios (46). En segundo lugar, resulta necesario intensificar el esfuerzo inversor y orientarlo preferentemente en las áreas mencionadas (capital humano, tecnológico, capital público). Un estímulo que obliga a crear unos incentivos que mejoren la eficiencia y procuren una intensificación de nuestras inversiones. Un objetivo que demanda para su consecución reformar los mercados e instituciones que ayuden a conseguir ese propósito y un apoyo al aumento y mejora de la inversión en los sectores críticos del proceso de inversión propiciada desde el sector público.

Las reformas en los mercados e instituciones dirigidas a mejorar la eficiencia del empleo comprenden actuaciones en dos mercados: el de trabajo y el de bienes y servicios. A la necesidad de esas dos reformas se han referido, también, los economistas que han estudiado las debilidades más destacadas con que cuenta la economía española para lograr la sostenibilidad del cumplimiento de las condiciones de Maastricht, que se han expuesto con anterioridad y sobre cuya oportunidad para conseguir ganancias en la *convergencia real* insisten los análisis de quienes enfocan los problemas de la economía española desde esa perspectiva a medio y largo plazo de nuestro desarrollo.

El segundo tipo de actuaciones de la estrategia de la política económica al servicio de la *convergencia real* son, como antes se ha indicado, las que pretenden *intensificar las inversiones y priorizar las dirigidas a reforzar las dotaciones de capital tecnológico, capital humano y capital público*.

El necesario aumento de estas inversiones cae dentro de la responsabilidad del sector público, lo que plantea el grave problema de su financiación, dada la condición de partida de conservar el equilibrio de sus liquidaciones presupuestarias para no afectar negativamente al déficit público y con él al desarrollo de la economía (47). Ese mantenimiento del equilibrio presupuestario con mayores gastos públicos de capitalización no es posible alcanzarlo con elevaciones en la presión fiscal que, dado su actual nivel y distribución, afectaría negativamente al comportamiento del sector privado. Sí cabría actuar sobre el fraude fiscal que, por razones de equidad y eficacia económicas, mejoraría el reparto de la imposición al mismo tiempo que

generaría ingresos públicos mayores, pero es muy discutible que esos mayores ingresos públicos se consigan y su aplicación se limite a esas partidas estratégicas de la inversión pública. Si esos mayores gastos de capitalización deben gozar de la prioridad que les atribuye su efecto presumible sobre la *convergencia real*, en condiciones de equilibrio presupuestario, es evidente que esas condiciones nos enfrentan con el gran problema de la reforma de la estructura del gasto público que afectan a las prestaciones del Estado de Bienestar, un reducto hasta hoy intocado de nuestra Administración pública. Las cuatro grandes partidas que necesitan retoques (48), realizados con el propósito de preservar la esencia del sistema pero consolidando/minorando el gasto, serían: las pensiones, las prestaciones sanitarias, las prestaciones de desempleo y los gastos de educación. Las reformas propuestas que traten de preservar al máximo el sistema de pensiones —y las más convenientes desde el punto de vista de su mejor asentamiento futuro— afectan a distintos puntos de la regulación actual (49): la ampliación del número de años necesarios de cotización para recibir las prestaciones por pensiones; la actualización de las pensiones con un índice de precios más acorde con los determinantes de la capacidad de compra de los pensionistas y la mejora de los sistemas de inspección para evitar las vías actuales de fraude que alcanzan una importancia considerable. Medidas reformadoras a las que se añaden las que pueden adoptarse para el desarrollo de los sistemas privados de capitalización.

También en la partida de las prestaciones sanitarias (50) es posible intensificar la reducción de algunos gastos en el concepto de los medicamentos, especialmente atendiendo a los costes de distribución y reorientando el consumo de fármacos hacia productos y marcas más económicos y promoviendo el uso de medicamentos genéricos. Medida más discutible es la participación del usuario en el coste de la sanidad, propuesta que ha aparecido, una y otra vez, en múltiples ocasiones y que merecería una concreción para evitar sus posibles componentes de regresividad.

En las prestaciones por desempleo han dominado las políticas pasivas frente a las partidas de políticas activas (formación y apoyo en la búsqueda de empleo). Los defectos de las prestaciones de desempleo ya se han contado anteriormente al examinar la reforma del mercado de trabajo: el amplio fraude que padecen, la cuantía y, sobre todo, la extensión temporal de las prestaciones por desempleo que disminuye sustancialmente la tasa de salida del paro al empleo y afecta a la elevación del salario real decidido en la negociación colectiva.

El problema de los gastos de educación no es el de su reducción sino el de su asignación más eficiente (51). Las partidas con mayor efecto sobre las oportunidades de los ciudadanos y de la economía y mayor rentabilidad social serían —según una opinión con muchos defensores— las de educación primaria y secundaria.

La estrategia capaz de privilegiar el aumento de las inversiones en esas partidas de importancia decisiva para intensificar la *convergencia real*, espera y merece una mayor concreción y desarrollo, toda vez que su cuantía elevada y su financiación equilibrada reclama economías importantes en partidas básicas de las prestaciones sociales (pensiones, gastos de sanidad y subsidios de desempleo). Economías que serán muy difíciles de lograr —y quizás insuficientes— para transferir esas economías a la financiación de las inversiones estratégicas en capital tecnológico, capital humano y capital público. Dificultades que, en ningún caso, niegan la importancia de esa estrategia tan conveniente para la convergencia real de la economía española con las economías de los países comunitarios pero que exigen su superación con un programa que reforme la estructura del gasto público del que hoy no disponemos.

\* \* \*

11. Quisiera concluir este trabajo sobre el *examen de convergencia* de la economía española destacando la importancia de su aprobación, porque el cumplimiento de los criterios que esa aprobación exige nos obliga a la práctica perseverante de políticas económicas dirigidas a una administración eficiente de los recursos escasos de los que España dispone. En una economía abierta —como es la española actual— no es posible ser europeos *de facto*, cerrando la brecha que nos separa de los países comunitarios, sin garantizar la posición competitiva del país que la inflación y los desequilibrios presupuestarios comprometen. El Tratado de Maastricht ha venido a poner precisión y calendario a estos imperativos universales de solvencia y competitividad.

Junto a esta aportación del *examen de convergencia* a nuestra convivencia económica en la UME, resulta necesario no olvidar sus limitaciones. Porque, además de esas políticas de Maastricht, dirigidas a lograr y mantener la convergencia nominal, es preciso abrir el horizonte temporal a las medidas a medio y largo plazo dirigidas a aumentar la convergencia real de España con la UE mediante la mejora de la estructura y eficiencia del sistema productivo y la reducción del paro, que obliga a intensificar y orientar las inversiones con atención especial a sus deficien-

cias en *capital tecnológico y humano y a la disponibilidad de infraestructuras* a las que nos hemos referido anteriormente.

Es esta prolongación de las medidas que exige la aprobación del *examen de convergencia* con las que precisa el logro de la convergencia *real* con Europa, la que concede su fuerza y su sentido al cumplimiento de los criterios de Maastricht, sin el cual las actuaciones dirigidas a lograr la convergencia *real* carecerían del fundamento que su aplicación reclama.

## NOTAS

(\*) Este trabajo recoge mi intervención en las XVI Sesiones de Tesorería que organiza la Caja de Ahorros de Navarra. Por respeto a los lectores, he considerado que constituía una obligación personal actualizar los datos de mi intervención, ajustados inicialmente a la fecha en que tuvo lugar, noviembre de 1997, poniéndolos al día del cierre de la revista en enero de 1998.

He aprovechado, también, esta oportunidad para revisar el texto, anotar a pie de página, con la pretensión de extender o aclarar el contenido del texto o remitir a la bibliografía básica sus afirmaciones y desarrollar algunos de sus argumentos que, sin embargo, no modifican sino que afirman las conclusiones contenidas en la ponencia presentada a las Sesiones de Tesorería de la Caja de Ahorros de Navarra.

Confío que esta actualización de los datos, adecuándolos al momento que vive la economía española, la anotación del texto y la extensión de los argumentos en que se basaban las conclusiones de mi ponencia y de este trabajo, avalen su lectura a quienes se interesen por conocer el momento trascendente que atraviesa la economía española ante el reto de su ingreso e inicial convivencia en la Unión Monetaria Europea.

(1) Un desarrollo más detallado y comentado de esos criterios se contiene en la excelente publicación del BANCO DE ESPAÑA: *La Unión Monetaria Europea (cuestiones fundamentales)*, ed. Banco de España, 1997, págs. 40 y siguientes.

(2) El subrayado mío, en el texto, de los *costes laborales unitarios* trata de destacar la importancia de esos costes como criterio básico condicionante del proceso de convergencia en la UME. Un criterio de convergencia que no se formula en el TUE de manera expresa e independiente sino agrupándolo bajo el epígrafe de "otros factores", a la hora de evaluar la convergencia se tendrá en cuenta —afirma el TUE— "un estudio de la evolución de los costes laborales unitarios". Somos muchos los economistas españoles que hemos destacado la importancia decisiva de este comportamiento de los costes laborales unitarios relativos que constituye, con la marcha de los precios relativos (criterio de inflación del TUE), un condicionante decisivo para la convergencia de un país dados sus efectos negativos para la integración en la UME y, más aún, para la convivencia en la UME. Miguel BOYER ha destacado con acierto la importancia decisiva de este criterio (vid. su intervención en las XVI Sesiones de Tesorería de la Caja de Ahorros de Navarra publicada en el diario *5 días*: "Condiciones para el éxito de la UME", 24 de noviembre de 1997, págs. 29 y ss. Vid. asimismo, su artículo que se incluye en este número de PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO). Como afirma Miguel Boyer: "los costes laborales unitarios (que miden la relación entre los salarios y la productividad) son fundamentales para que las empresas de un país puedan competir con los otros y mantener o aumentar el empleo. El aumento relativo de los costes laborales unitarios de un país afectará negativamente a los beneficios por unidad de producto y caerá su capacidad de invertir

y de competir internacionalmente afectando al crecimiento y al empleo". Ese crecimiento de los costes laborales unitarios ha constituido un componente destacado del comportamiento económico español que se ha corregido tradicionalmente por devaluaciones costosas, pero posibles, del tipo de cambio de la peseta, a las que no se podrá acudir dentro de la UME por el carácter fijo e irreversible del tipo de cambio a partir de nuestro posible ingreso. El mecanismo de ajuste sería entonces la pérdida de competitividad con sus efectos negativos sobre la producción y el empleo. De ahí la importancia que la estricta convergencia relativa de los costes laborales unitarios adquiere para nuestra convivencia en la UME. A este tema del comportamiento de los costes laborales relativos españoles y sus efectos así como a las reformas que favorezcan su convergencia con los de los países de la UME se concede una atención preferente en este trabajo. Unas reformas que tienen que basarse en la conciencia clara de su trascendencia por las empresas y los trabajadores.

(3) Vid. EUROPEAN COMMISSION: "Economic Policy in EMU", trabajo publicado en *Economic Papers*, nº 124, noviembre 1997, págs. 1 y ss., y vid., asimismo, BANCO DE ESPAÑA: *La Unión Monetaria Europea*, op. cit. págs. 30 y ss., y págs. 58 y siguientes.

(4) Argumento esgrimido por la Comisión Europea. Vid. "Economic Policy in EMU", op. cit., pág. 4.

(5) Argumento sobre el que ha insistido el Banco de España en distintas publicaciones y en las manifestaciones públicas de su Gobernador. Vid. asimismo una referencia a este argumento en la publicación del BANCO DE ESPAÑA, *La Unión Monetaria Europea*, op. cit., págs. 30-31.

(6) El planteamiento y discusión de la literatura de las áreas monetarias óptimas se expone, con gran acierto, en el ensayo de Carmela MARTÍN: *España en la nueva Europa*, coeditado por la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas y Alianza Editorial, Madrid, 1997, págs. 281 y ss. El texto del trabajo se apoya y sigue la argumentación de este ensayo.

(7) Como afirma la profesora Carmela MARTÍN, la importancia de los *shocks* asimétricos depende de las diferencias de las estructuras productivas de los países que integran la Unión Monetaria, de su diversificación y distinta apertura comercial, así como de la distinta flexibilidad de los mercados de productos, servicios y factores de producción. Por otra parte, los mecanismos alternativos a las variaciones del tipo de cambio para conseguir el equilibrio exterior son dos: la movilidad del trabajo dentro de la Unión Monetaria y la existencia de una política fiscal estabilizadora de la propia Unión que pueda aplicarse, con capacidad suficiente, para compensar esos desequilibrios. Vid. *España en la nueva Europa*, op. cit., pág. 282.

(8) Vid. una exposición de esos trabajos en C. MARTÍN, op. cit., págs. 282-283.

(9) Vid. a este respecto C. MARTÍN, op. cit., págs. 282-283.

(10) *Shocks* asimétricos que afectarán especialmente a las economías con una estructura productiva más débil y a aquellos países con menos flexibilidad y eficiencia de los mercados de bienes, servicios y, sobre todo, de los mercados de trabajo. Vid. C. MARTÍN, op. cit., pág. 283.

(11) Vid. Prólogo al ensayo de C. MARTÍN, pág. XVIII.

(12) Vid. BANCO DE ESPAÑA: *La Unión Monetaria*, op. cit., pág. 31.

(13) Situación que subraya el BANCO DE ESPAÑA en *La Unión Monetaria*, op. cit., pág. 32.

(14) Vid. sobre este punto BANCO DE ESPAÑA: *La Unión Monetaria*, op. cit., págs. 31 y 52 y siguientes.

(15) Argumento aducido por Carmela MARTÍN, op. cit., pág. 284.

(16) Vid. BANCO DE ESPAÑA: *La Unión Monetaria*, op. cit., pág. 59.

(17) Un coste que destaca el BANCO DE ESPAÑA, vid. *La Unión Monetaria*, cit., pág. 59.

(18) Vid., sobre la importancia de la actuación del Banco de España en el diseño de la política económica española los trabajos incluidos en la publicación de la REAL ACADEMIA DE CIENCIAS MORALES Y POLÍTICAS, *La política monetaria y la inflación en España*, Madrid, 1997. Una descripción de esa política se realiza en la introducción a esa obra, págs. XV y ss. Un estudio completo de la política monetaria del Banco de España se contiene en la obra colectiva de su Servicio de Estudios, *La política monetaria y la inflación*, ed. Banco de España y Alianza Editorial, Madrid, 1997.

(19) Vid., sobre este punto E. FUENTES QUINTANA y J. BAREA: "El déficit público en la democracia española", trabajo publicado en *Papeles de Economía Española*, nº 68 (1996), págs. 86 y ss. Vid. especialmente en las págs. 142 y ss., las consideraciones que se realizan sobre los efectos expansivos de una consolidación fiscal sobre el desarrollo económico.

(20) Vid. INSTITUTO MONETARIO EUROPEO: *Progress towards convergence*, noviembre de 1996, págs. 40 y ss. El trabajo citado en la nota 19 supra resume en su larga nota 113, la útil y clara exposición que el Instituto Monetario Europeo realiza de la literatura sobre los efectos expansivos de una consolidación presupuestaria, páginas 185-186.

(21) Vid. BANCO DE ESPAÑA: *Informe sobre la inflación*, septiembre de 1997, pág. 19.

(22) Vid. *Informe sobre la inflación*, septiembre de 1997, pág. 28.

(23) Vid. una exposición de esos análisis en E. FUENTES QUINTANA y J. BAREA: "La política presupuestaria...", op. cit., págs. 129 y siguientes.

(24) Vid. sobre este punto E. FUENTES QUINTANA y J. BAREA: "La política presupuestaria...", op. cit., págs. 158 y siguientes.

(25) Vid. los principios fundamentales a que debería responder la ley general presupuestaria E. FUENTES QUINTANA y J. BAREA: "La política presupuestaria...", op. cit., pág. 157.

(26) Esa agenda reformadora del mercado de trabajo español puede componerse a partir de los múltiples análisis realizados por los economistas españoles sobre las instituciones de nuestro mercado de trabajo y los obstáculos que las mismas suponen para la estabilidad y el empleo. El profesor Carlos SEBASTIÁN ha dedicado una atención continuada al estudio de esa configuración institucional del mercado de trabajo y ha ofrecido recientemente una síntesis excelente de sus posiciones al respecto contrastándolas con otros análisis [vid. *Las fluctuaciones de la economía española (1971-1996). Un ensayo en la teoría de los ciclos*, ed. Marcial Pons, Madrid, 1997, págs. 143 y ss.]. He tenido la oportunidad de conocer y debatir ese análisis del profesor Carlos Sebastián en las "Jornadas sobre el futuro del empleo en la sociedad española y europea", celebradas en Palma de Mallorca el 27 y 28 de octubre de 1997, y organizadas por el Club Última Hora con el patrocinio de la Fundación Areces. Jornadas en las que participaron, también, los profesores Juan Velarde y Julio Segura. La ponencia presentada a esas Jornadas por el profesor Carlos Sebastián, inspirada en su ensayo antes citado, creo que ofrece un balance clarificador de los problemas institucionales de nuestro mercado de trabajo que he utilizado en la exposición que se realiza en el texto. El lector que desee conocer con más detalle ese balance de las imperfecciones del mercado de trabajo español puede acudir al ensayo del profesor Carlos Sebastián, en el que encontrará las referencias a los distintos análisis del mercado de trabajo en los que se apoya la personal evaluación de sus problemas.

(27) Esa ordenación que se realiza en el texto responde —como antes se afirmó— a la propuesta por el profesor Carlos SEBASTIÁN. Vid. op. cit., pág. 143.

(28) En esta característica convienen todos los análisis económicos de nuestro mercado de trabajo. El profesor Julio SEGURA ha venido insistiendo en su importancia y efectos negativos en sus interesantes aproximaciones a nuestro mercado de trabajo realizadas en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas: Discurso de ingreso en la R.A.CC.MM. y PP., *La industria española y la competitividad* (11 de febrero de 1992), ed. R.A.CC.MM. y PP. y Espasa-Calpe, Madrid, 1992, págs. 66 y ss.; "El futuro del empleo en nuestra economía", publicado en *Anales de la R.A.CC.MM. y PP.*, nº 72 (1995), págs. 403 y ss., y "Los problemas de ajuste en la Unión Monetaria" (intervención en la R.A.CC.MM. y PP., 11 de noviembre de 1997), pendiente de publicación.

(29) Vid. J. VIÑALS y J. JIMENO: "Job Creation in Spain: A Macroeconomic View", trabajo publicado en *The Social Change of Job Creation. Combating Unemployment in Europe*, ed. J. Gual, publicado por E. Elga Cheltenham, UK, 1996, págs. 91 a 97. Vid. asimismo: J. VIÑALS y J. F. JIMENO: "El mercado de trabajo español y la UME", ed. Banco de España, Servicio de Estudios, *Documento de Trabajo*, nº 9717, págs. 22 y siguientes.

(30) Vid. sobre estos argumentos C. SEBASTIÁN, op. cit., páginas 144-145.

(31) Vid. C. SEBASTIÁN, op. cit., pág. 146.

(32) Vid. C. SEBASTIÁN, op. cit., págs. 146 y siguientes.

(33) Vid. C. SEBASTIÁN, op. cit., pág. 147. Vid., asimismo, C. ABELLÁN, F. FELGUEROSO y J. LORENCES: "La negociación colectiva en España", *Papeles de Economía Española*, nº 72 (1997), págs. 250 y ss. Vid. especialmente págs. 254 y siguientes.

(34) Vid. sobre este punto: C. ABELLÁN, F. FELGUEROSO y J. LORENCES, op. cit., págs. 250 y ss., y sus conclusiones, págs. 258-259.

(35) Vid. J. SEGURA: *La industria española...*, op. cit., págs. 66-67. Vid., asimismo, C. SEBASTIÁN, op. cit., págs. 147-148.

(36) Vid. J. SEGURA: *La industria española...*, op. cit., págs. 66-67 y C. SEBASTIÁN, op. cit., pág. 148.

(37) Vid. C. SEBASTIÁN, op. cit., págs. 149 y siguientes.

(38) Vid., sobre estos efectos de las prestaciones del desempleo, el epígrafe 4 del trabajo de J. SEGURA: "Los problemas de ajuste...", presentado en la R.A.CC.MM. y PP., op. cit., en el que se examinan los efectos de los subsidios al paro. Vid. también, sobre este punto C. SEBASTIÁN, op. cit., pág. 150. Vid., asimismo, el importante trabajo de O. BOVER, M. ARELLANO y S. BENTOLILLA: "Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico", ed. Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios Económicos*, nº 57, Madrid, 1996, pág. 46.

(39) Vid. J. SEGURA: "Los problemas de ajuste...", op. cit., epígrafe 3 de esta intervención.

(40) Sobre este punto de la reforma del artículo 52 c) del Estatuto de Trabajadores creo que son fundamentales las observaciones de J. SEGURA: "Los problemas de ajuste...", op. citada.

(41) Vid. a este respecto F. SÁEZ: "Políticas de mercado de trabajo en España y en Europa", publicado en *Papeles de Economía Española*, nº 72, 1997, págs. 309 y siguientes.

(42) Vid., sobre esa perspectiva de la convergencia real, J.A. SÁNCHEZ ASIÁIN: "El déficit tecnológico como problema económico y cultural", trabajo incluido en *Problemas económicos españoles en la década de los 90*, ed. R.A.CC.MM. y PP., págs. 415 y ss. Vid. asimismo: "Convergencias reales, ciencia, tecnología y empresa", intervención, no publicada, en la R.A. de CC.MM. y PP. en el curso 1997-98. Vid., asimismo, Carmela MARTÍN, op. citada.

(43) Vid. Carmela MARTÍN para un análisis comparado de los factores de convergencia real España-UME.

(44) Vid. A. ROJO sobre la importancia de las consideraciones de la convergencia real como diferentes de los problemas de la convergencia nominal. Prólogo al ensayo de Carmela MARTÍN, op. cit., págs. XIX-XX.

(45) Vid. intervención del profesor J.A. SÁNCHEZ ASIAÍN: "Convergencias reales...", op. cit., y C. MARTÍN, op. cit., págs. 296 y siguientes.

(46) Vid. J. VIÑALS: "¿Es posible la convergencia nominal en España? En busca del tiempo perdido", trabajo publicado en *Papeles de Economía Española*, nº 62 (1995), págs. 386 y siguientes.

(47) Vid. sobre estas propuestas Carmela MARTÍN, op. cit., págs. 300 y siguientes.

(48) Vid. Carmela MARTÍN, op. cit., pág. 301. Vid., asimismo, sobre estas prestaciones: E. FUENTES QUINTANA y J. BAREA: "La política presupuestaria...", op. cit., págs. 159 y 160.

(49) Vid. a este respecto E. FUENTES QUINTANA y J. BAREA, op. cit., págs. 159 y siguientes.

(50) Vid. E. FUENTES QUINTANA y J. BAREA, op. cit., páginas 160-162.

(51) Vid. Carmela MARTÍN, op. cit., pág. 301.



## La Unión Monetaria Europea: una visión desde el otro lado del Atlántico

Paul Krugman

Es un honor para mí dirigirme a este grupo de profesionales; estos son tiempos muy interesantes y muy estimulantes para la Unión Europea. Yo represento el punto de vista del otro lado del charco, aunque de algún modo, me parece que la extensión de agua más importante no es el Atlántico, sino el Canal de la Mancha.

En cualquier caso, aquí estoy como la voz anglosajona, y tal vez al ser la voz americana tome más distancia que las personas de la parte del mundo de habla inglesa más cercana. Supongo que mi papel, de hecho, es específicamente el del americano malo, en esta conferencia; es decir la persona que, al venir desde fuera, no entiende las realidades políticas, no tiene sensibilidad en cuanto a las sutilezas de la situación, y por lo tanto dice cosas poco convenientes sobre las posibilidades futuras de Europa. Soy consciente de que éste es mi papel, entonces, espero que ustedes lo entiendan en el espíritu y en la letra, como un papel útil. De vez en cuando, uno necesita que le digan cosas que tal vez alguien más cercano a esta situación no le diría.

Cuando observamos la inminente Unión Monetaria Europea, pienso que ayuda verla desde el punto de vista histórico, para conocer qué pensaba la gente cuando se emprendió este proyecto. La idea de una moneda europea se remonta a mucho tiempo atrás. Pero se convirtió en un proyecto concreto en la segunda mitad de los años ochenta. Es importante, me parece, entender hasta qué punto el mundo y Europa parecían diferentes cuando se contempló esta Unión.

Primero, el período en el que empezó el proyecto de una moneda común era una buena época en Europa. Fue una época en la que la economía europea

parecía volver a la senda expansiva, lo recuerdo de forma muy precisa, porque yo formaba parte de otro proyecto transatlántico, un informe sobre problemas de crecimiento lento y paro elevado en Europa, preparado por la Institución Perkins. Cuando presentamos algunos de los resultados de este informe, me parece que a finales de 1986, la Unión Europea nos dijo *“ustedes están retrasados, están hablando del pasado, pero ahora las cosas se están moviendo, la euroesclerosis forma parte del pasado”*; y durante unos cuantos años, este pareció ser el caso, y fue durante estos años cuando se lanzó el proyecto de una moneda común.

En aquel tiempo, cuando se planteó la moneda común, hubo un gran optimismo sobre las posibilidades europeas, existía, si puedo decirlo así, una especie de romance de la idea europea, del concepto de la integración europea, en todas sus dimensiones. Un romance que era algo que no sólo cautivó a los europeos; recuerdo estar yo mismo algo atrapado en él. Volví a comprobar si lo había recordado correctamente, y consulté el libro de mi colega Lester Ferraud: *Head to Head* (Cabeza contra cabeza) que fue un gran *best-seller* internacional a principios de los años noventa, en el que proclamaba que el siglo XXI le pertenecería a la Casa de Europa, y también proclamaba que en los siguientes cinco años —este libro, como he dicho, fue escrito hacia 1990— Europa se desplazaría hacia el pleno empleo.

Entonces existía un gran optimismo sobre la situación europea, y, al mismo tiempo, un recuerdo muy vívido de los problemas particulares de la primera mitad de los ochenta y la segunda mitad de los setenta: problemas de inflación, de políticas gubernamentales irresponsables, de los que parecía que Europa había emergido. Parecía, en aquel entonces, que esto daría

lugar a un proyecto de integración europea aún más amplio, es decir la moneda única europea.

Quisiera decir que, incluso entonces, el razonamiento económico para dar este paso era bastante cuestionable, basándonos en unas observaciones generales. Me permito ofrecerles un paralelo a la situación europea que tal vez no les sea familiar. Piensen en la situación de Canadá, país a menudo olvidado, pero que comercia más con los Estados Unidos, en cuanto a porcentaje de su PIB, que los cuatro mayores países europeos con el resto de Europa. Canadá no siente que el proyecto de un tipo de cambio fijo con los Estados Unidos —y menos de una moneda común— sea un tema urgente. Algunos, en Canadá, lo defienden, otros no, pero no parece una preocupación económica de primera línea. Es notable que los países europeos se planteen este proyecto de moneda única para que se convierta no sólo en algo que podría ser una buena idea, sino en el centro de la política económica, la preocupación mayor de la política económica durante esta década.

Me parece que más allá de las razones políticas, existen tres razones por las que a finales de los ochenta, parecía tan atractivo el proyecto de la UE. Una de ellas era simplemente el mecanismo de tipos de cambio; el Sistema Monetario Europeo había demostrado ser inesperadamente duradero. Pienso que todos estaban sorprendidos de comprobar hasta qué punto los países europeos estaban deseosos de respetar la disciplina necesaria para mantener tipos de cambio estables. A finales de los ochenta, la estabilidad del Sistema Monetario Europeo fue una enorme sorpresa y la razón por la que muchos pensaban que el coste, es decir la falta de flexibilidad que conllevaría una moneda común, no era realmente serio.

Una segunda razón fue que los países europeos consideraban la estabilidad de los tipos de cambio como una defensa vital contra la inflación. Europa había tenido problemas muy serios de inflación; de hecho, a finales de los ochenta, el Reino Unido sufrió brevemente una vuelta a una elevada inflación y, por lo tanto, Europa era consciente de que la inflación podía ser un problema, y el Sistema Monetario Europeo pareció ser la clave para conseguir un bajo crecimiento de los precios en Europa; así que la gente parecía pensar en todos los temas monetarios según el tipo de credibilidad que esto le daba a uno para combatir la inflación.

Finalmente, hubo una creencia, debida en gran parte a la experiencia de finales de los ochenta, de que la integración europea era el motor del creci-

miento. ¿Qué pasó, a finales de los ochenta, cuando las economías europeas conocieron un período de crecimiento rápido? Como las cifras del paro experimentaron una disminución, se pensó que esto se debía al Mercado Único, a 1992. En retrospectiva, vemos que se trataba de una mejora en el ciclo económico, bastante parecida a otras anteriores; pero en aquel entonces se solía pensar: “Esto es lo que puede hacer la idea europea para la economía europea”.

De ello hace ya mucho tiempo, y la razón por la que vuelvo sobre esta época de la historia, es para recordarles cuánto tiempo ha pasado desde que se establecieron los fundamentos de este proyecto de Unidad Monetaria Europea, y hasta qué punto la idea europea de una moneda común se basaba en unas experiencias que hoy en día parecen muy anticuadas.

¿Qué hemos aprendido en esta década, desde que se ultimó este proyecto? Las lecciones de los noventa, diría yo, son, en su conjunto, bastante diferentes de aquellas en las que creía la gente en los ochenta.

Lo primero que hemos aprendido es que, al contrario de lo que pensaba mucha gente, a finales de los ochenta, la flexibilidad de los tipos de cambio, por lo menos para los países más grandes, sigue siendo útil. Es decir, si vemos los países que fueron incapaces de mantener sus tipos estables, en 1992, se consideró ampliamente que estos países habían fracasado en su habilidad de mantener tipos de cambio fijos, en la crisis del citado año. Y vean lo que pasó en los siguientes tres o cuatro años; es indiscutible que los países que fracasaron salieron adelante mejor que los países que lo habían logrado. Ninguna de las terribles cosas que se supone pasaría a los países que hubieran dejado que se depreciara su moneda, pasó. Los británicos que salieron del mecanismo de tipos de cambio sufrieron una gran depreciación de la libra en relación con el marco alemán, sin embargo no sufrieron una subida de inflación, no vieron su credibilidad menguar y crecer sus tipos de interés a largo plazo, sino al revés, vieron bajar el desempleo y crecer su economía, como lo que se supone que debía hacer la devaluación según los libros de texto.

Por lo tanto, la experiencia de los noventa no corrobora el punto de vista de que no conllevan costes el tipo de cambio fijo o la moneda común. Al contrario, sugirieron que la vieja idea que defiende la flexibilidad sigue allí.

Lo segundo que ha cambiado es que una inflación sería ya forma parte del pasado. Todos tienen una in-

flación muy baja, precios más o menos estables, incluso los países que no han tenido una disciplina externa. El Reino Unido tiene una inflación baja, Canadá y Estados Unidos también; Japón tiene deflación. Éste no es un mundo en el que los problemas de bancos y de tesorerías fuera de control son una amenaza tangible en nuestras mentes, como lo fueron cuando se firmó Maastricht, y como lo siguen siendo en la retórica de la Unión Monetaria Europea.

Lo último que hemos aprendido es que la integración como tal no sirve de motor para el crecimiento. Aquel informe que escribí con otros analistas en 1986 sobre los problemas de euroesclerosis parece bastante contemporáneo. La idea que se tenía en Europa de que el proceso de integración y el paso hacia un Mercado Único habían finalmente logrado el avance de Europa resultó ser una pequeña caída del incremento a largo plazo del índice de paro. Lo cual no quiere decir que la integración sea algo malo, pero las esperanzas que provocó el proyecto de moneda común no se vieron confirmadas.

Muchos funcionarios de los bancos centrales y los gobiernos europeos dirán: "Pero hemos tenido un logro muy importante aquí en Europa, ya que hemos conseguido una década de estabilidad en los tipos de cambio en un espacio muy amplio". Y esto es cierto, se trata de un logro espectacular; yo no hubiera pensado, en 1987, que los países europeos pudieran mantener unos tipos de cambio tan estables durante tanto tiempo frente a unos desarrollos económicos tan adversos. Es un testimonio de su compromiso con la idea. El que se trate de un logro económico es otra cuestión; el tipo de cambio es un medio, no un fin, y hemos tenido un control muy eficaz de los tipos de cambio en paralelo con un paro muy alto, y un crecimiento muy decepcionante.

En todos los indicadores de actividad, las economías de esta zona de cambio fijo se han comportado muy mal, han conseguido pésimos resultados. El mantenimiento de la estabilidad de los tipos de cambio es magnífico, pero no estoy seguro de que sea un éxito de la política económica.

¿Qué quiere decir todo esto, ahora que nos estamos dirigiendo hacia la Unión Monetaria Europea? No juzgo la política, en este caso, no sé qué pasará, no sé quién será el primer gobernador del Banco Central Europeo; pero me parece que podemos decir algunas cosas sobre lo que va a pasar en los primeros años de la moneda única, y pienso que es muy importante para nosotros preguntarnos cómo funcionará y dónde se encuentran los peligros más serios.

Les diré que, en el mejor de los casos, veo con toda probabilidad que el euro será una gran desilusión; es decir que lo mejor que pueda decir uno, es que no va a cambiar gran cosa, que después de siete años de la disciplina de Maastricht, Europa llegará por fin a la tierra prometida, para descubrir que ésta es exactamente como la Europa bajo Maastricht; que el índice de paro sigue estando por encima del 10 por 100, que ya no hay trabajo, que el crecimiento sigue estando en el 2 por 100 de media anual, que tal vez el euro sea una divisa internacional, pero ¿tiene alguna importancia para alguien, aparte de los bancos centrales? Será una situación en la que se le ha dicho al público que tenía que aceptar todas estas medidas de austeridad para alcanzar el gran objetivo de la Unión Monetaria Europea, y éste se preguntará: "¿Y qué se suponía que obtendríamos nosotros de todo esto?". Incluso la disciplina de Maastricht no podrá relajarse, ya que el Pacto de Estabilidad requerirá unas políticas fiscales siempre muy ajustadas en toda Europa.

Como dije, éste es el mejor de los casos, en el que no cambia nada. Es muy probable, pienso, que los primeros años de la unión monetaria europea sean peores que los años de Maastricht; y lo digo por un par de razones.

La primera es que los choques idiosincrásicos, las mismas palabras que usaba el señor Duisenberg, sigan muy probablemente existiendo; seguirá habiendo situaciones en las que algunos países europeos conozcan unas condiciones de prosperidad repentina, por lo menos para las normas europeas, mientras otros estén en depresión. Existe casi un catecismo según el cual la reunificación alemana fue el último amplio choque idiosincrásico que sufrió Europa, y no volverá a pasar nada como aquello. Primero, a veces lo llamamos la *tesis Fukuyama de la Unión Monetaria Europea*; él es el hombre que escribió el famoso libro *The End of History* (El final de la Historia). La historia no acabará el 1 de enero de 1999.

Más específicamente, habrá una fuente bastante potente de choques idiosincrásicos. Cuando Europa intente finalmente vencer el problema de la euroesclerosis, cuando Europa intente emprender el tipo de reformas estructurales verdaderamente necesarias para reducir los índices de paro, los países, debido a sus diferentes sistemas políticos, debido a sus diferentes tendencias ideológicas, debido a sus diferentes puntos de vista sobre la economía, seguirán este camino con ritmos muy diferentes. Y aquellos que hayan conseguido acometer las reformas necesarias tenderán a unas economías prósperas, mientras aquellos que no lo hayan conseguido sufrirán una depresión.

Y podemos observar este proceso actualmente. Observen Gran Bretaña en la que, a pesar del hecho de que se beneficiara considerablemente de la devaluación de la libra en 1992, ahora tiene su divisa el mismo valor aproximadamente, en relación con el marco alemán, que el que tenía antes de la crisis de 1992. Gran Bretaña literalmente ha apreciado su moneda de nuevo hasta más o menos su tipo de cambio de antes de la crisis. Pero la economía inglesa está prosperando; de hecho, las economías británica y holandesa son las únicas economías en Europa en las que están apareciendo unos cuantos signos de inflación.

¿Por qué? Bueno, básicamente debido al legado de Margaret Thatcher, Gran Bretaña acometió, por muy duro y crudo que fuera, el tipo de reformas estructurales todavía no emprendidas por la Europa continental. Ahora Gran Bretaña se encuentra en una etapa muy diferente del ciclo económico que el resto de Europa. Esto significa que la política monetaria actualmente apropiada para Gran Bretaña es muy diferente de la que sería apropiada actualmente para Francia. Los británicos deberían endurecerla, y los franceses deberían relajarla. Este tipo de cosas seguirá pasando. Existirán movimientos muy diferenciales en las reformas económicas y, por lo tanto, divergencias muy importantes en las economías europeas.

¿Cuál es la respuesta de la Unión Monetaria Europea a estos choques idiosincrásicos? Bueno, el señor Duisenberg nos ha dicho hoy, y sugirió que aunque la política fiscal activa normal esté descartada por el Pacto de Estabilidad, si los países son lo bastante disciplinados para que en circunstancias normales no sea vinculante dicho acuerdo, entonces, los estabilizadores automáticos de sus sistemas fiscales harán de colchón contra los choques idiosincrásicos. Ésta es una respuesta muy indirecta y débil, lo que podría ser un problema muy grave.

Una tercera razón por la que los primeros años de la moneda única serán muy probablemente decepcionantes, es que existirá una presión muy fuerte sobre el nuevo Banco Central Europeo para que, por así decirlo, sea más alemán que los propios alemanes, para demostrar su credibilidad a través de una política muy dura. En particular, en el curso normal de los acontecimientos, surgirá una inflación moderada en algunos países europeos, precios estables o incluso deflación en algunos otros, y este Banco Central deberá dirigirse hacia una estabilización de los precios, o un índice bajo de inflación en el conjunto de Europa.

Me cuesta creer que el Banco Central Europeo sea capaz de hacerlo. Yo creo que si existe inflación en cualquier sitio —especialmente, por cierto, claro, si hay inflación en Alemania—, el Banco Central Europeo se sentirá obligado a endurecer su política monetaria; lo que significará una política muy deflacionista para Europa, en su conjunto, empeorando su situación.

Si no me equivoco sobre todo esto, llegará una vuelta de manivela política en contra de la Unión Monetaria. Me cuesta creer que no habrá lo que llamamos en Estados Unidos *Buyer's regret* (el arrepentimiento del comprador) después de la creación de la moneda común; después de las celebraciones, habrá gente mirando a su alrededor que dirá: ¿Esto es lo que estábamos buscando? ¿Esto es hacia lo que íbamos?

Esta vuelta de manivela en sí probablemente no llegue a quebrar la Unión Monetaria, pero existe una posibilidad que me preocupa mucho y que los funcionarios europeos contemplan como algo impensable aunque yo pienso que ellos prefieren no considerarlo; se trata de lo siguiente: existirá una Unión Monetaria Europea, en principio, el 1 de enero de 1999; no existirá una Unión Monetaria Europea en la realidad hasta que sólo tengan ustedes billetes europeos en su cartera; y habrá un interregno extendido durante el que seguirán existiendo las monedas nacionales.

Esto puede parecer un detalle sin importancia; si usted habla con funcionarios, por lo menos en público, esto es lo que le dirán: "Se trata de un detalle sin importancia, es un asunto técnico". Pero si uno empieza a pensar sobre lo que podría implicar, entonces, ya no se trataría de un detalle sin importancia.

Supongan... les voy a dar la lógica de una crisis post-1999, supongamos que la gente, cuando digo "la gente" quiero decir inversores ¡Georges Soros!, supongamos que la gente empiece a suponer que existe alguna posibilidad de que algún país pueda desear salirse de la Unión Monetaria Europea, cosa que técnicamente será posible, siempre que sigan existiendo monedas separadas; no haría falta cerrar las fronteras o nada por el estilo, bastaría con publicar un decreto diciendo "Lo sentimos, pero abrogamos el Tratado", y podría hacerlo saliéndose de la moneda única. No es necesario creer que esto vaya a pasar, sólo basta con pensar que se trata de una pequeña posibilidad de que pueda acontecer.

En este caso, también se supone que la deuda del país, la deuda pública nacional e incluso otra deuda

en el país, aunque se haya contratado en euros, en realidad se devolverá en la moneda nacional; entonces, supongamos que ustedes tienen aunque sea la menor suspicacia de que el franco, de una forma u otra se vaya a desvincular del marco y caiga frente a él. Lo que querrán hacer los individuos será cambiar la deuda pública francesa por la deuda pública alemana. Pero, bajo las líneas políticas del Sistema Europeo de Bancos Centrales, suele existir un tipo de interés común en los dos países y también intervenciones para mantener los tipos de cambio con los bancos centrales nacionales que son los que proporcionarán la moneda solicitada.

Y si lo analizamos en profundidad, vemos que mientras los inversores privados intentan cambiarse de la deuda francesa a la deuda alemana, los bancos centrales están obligados a ayudarlos para que puedan hacerlo, y como transacción de compensación, el Bundesbank se deshace de sus propias participaciones en la deuda alemana y presenta reclamaciones al Banco Central Europeo, mientras el Banco Central de Francia se dedica a comprar la deuda pública francesa, llevando a cabo la adquisición de obligaciones en el Banco Central Europeo. El resultado: Alemania estará prestándole dinero a Francia para mantener los tipos de interés fijos y los tipos de cambio fijos.

Y si se preguntan ¿cuánto se les puede pedir a los alemanes que hagan según las reglas del juego? la respuesta es que se les puede pedir que presten el valor entero de la deuda francesa nacional. ¡Esta es la estricta lógica! Pero claro, esto no va a pasar; la cuestión es ¿cómo se puede hacer para que no pase?

Y existen varias formas de hacerlo. Una de ellas es romper la Unión Monetaria; la otra es empezar teniendo diferentes tipos de interés entre los países de la Unión Monetaria. En aquel momento, las cosas se ponen feas.

Primero, la reacción política del público, que dirá "pero bueno, ¿no teníamos una moneda común? ¿Cómo puede ser que ahora tengamos tipos de interés diferentes? es difícil imaginar; y luego, aunque esto se pueda imaginar, aparece la lógica habitual de la crisis de la moneda en la que la presión debida a los tipos de interés refuerza la presión debida a cualquiera que sea lo que llevó a cierto escepticismo acerca de los tipos de cambio fijos.

Entonces, no digo que deba suceder esto, pero es cierto que se trata de algo que no se ha previsto para nada. No ha habido ninguna discusión sobre la postura a adoptar en caso de que ocurriera este tipo de

crisis; y el riesgo de algo parecido a 1992, pero mucho más importante que entonces y políticamente mucho más destructivo se encuentra con toda seguridad en los tres años posteriores a la instauración de la Unión Monetaria.

Sin embargo, yo no veo de ninguna forma cómo los países de la Unión Europea podrían salirse de este proyecto ahora. Llegará el 1 de enero de 1999, y el único país que tiene una política segura es el Reino Unido, que se quedará a un lado y verá si mi pronóstico se hace realidad o si funciona la Unión Monetaria, y decide ingresar en ella.

Y ¿qué pasa con el continente europeo?, ¿qué se puede hacer?

Lo primero que se debe hacer es ejercer toda la presión moral posible sobre el Banco Central Europeo para que no insista en ser más alemán que los alemanes. El riesgo de crisis será mucho menor si las condiciones económicas son lo bastante buenas como para que la presión por salir sea menor.

También debería hacerse algo para relajar las limitaciones que supone el Pacto de Estabilidad; también allí, y por las mismas razones, más vale que estos años posteriores a 1999 sean, por lo menos, años de prosperidad moderada, si no queremos ver ocurrir una catástrofe. Es necesario que alguien esté pensando de forma interna, y posiblemente dando señales discretas al mundo externo sobre lo que pasaría en el caso de un ataque especulativo a la Unión Monetaria Europea. Será necesario si existe la menor duda sobre la sostenibilidad de la moneda única; será necesario tener diferentes tipos de interés dentro de la Unión Monetaria Europea; y si no es aceptado ni siquiera como una posibilidad sobre la que se pudiera reflexionar, entonces, esta crisis, si ocurre, se desarrollará demasiado rápido para llevar a cabo cualquier discusión o acción razonable.

Y por fin, todo esto estaría mucho mejor si Europa llevara a cabo reformas estructurales, si los gobiernos europeos decidieran terminar con la euroesclerosis.

Les daré un último pensamiento americano malo. Los tres mayores problemas económicos de Europa son el paro, el paro y el paro. Nada más tiene mucha importancia al lado de ello. El sistema político europeo se ha negado constantemente a intentar enfrentarse seriamente al problema del desempleo; tal vez se deba al hecho de que las cosas que son necesarias hacer son demasiado difíciles, filosóficamente incómodas, o si prefieren, demasiado anglosajonas

para llevarse a cabo. Sin embargo, hace falta llevarlas a cabo. Todo el proyecto de integración europea, quiero decir el Mercado Único así como la Unión Monetaria Europea han representado, según mi punto de vista, en gran medida, una especie de magnífica evasiva al problema de la euroesclerosis, la búsqueda de una solución europea que evitara la necesidad de re-

formas internas; me parece que se han perdido trece años en esta gran evasiva.

Lo mejor que puede hacer Europa, para hacer posible el éxito del euro y para hacer posible el éxito de Europa, sería dejar de evadir el problema y emprender una radical reforma interna estructural.



# La cuestión de la Unión Monetaria en Europa

Patrick Minford

Es necesario responder a tres cuestiones sobre la Unión Monetaria, o Unión Económica y Monetaria (UEM), como es denominada enigmáticamente:

¿Comenzará en 1999, como está previsto, y en tal caso, con muchos o pocos miembros?

En caso afirmativo, ¿funcionará?

¿Se unirá el Reino Unido, y por extensión los demás países que no participan desde el comienzo?

## 1. EN CASO DE COMENZAR, ¿CUÁNDO Y CON QUIÉN?

La respuesta a esta primera cuestión está cada vez más clara. La UEM ha sido definida constantemente por sus principales protagonistas, los señores Kohl y Chirac, como un proyecto político destinado a constituir un gran avance de cara a la unión política. Por esta razón, se han implicado fuertemente en este proyecto, desoyendo las muchas críticas recibidas en el seno de sus propias economías. Por consiguiente, cualquier juicio sobre si se alcanzará el objetivo dependerá en gran medida de que estos dos hombres y sus seguidores (el Sr. Jospin es, en este asunto, un seguidor del Sr. Chirac) ostenten el poder en sus países cuando se decida finalmente la unión a finales de 1998. El apoyo popular en Francia es dudoso; en realidad lo que parece haber es un antagonismo popular, sin duda contra las medidas restrictivas aparejadas al proceso de "convergencia". En Alemania existe una fuerte oposición popular a la desaparición del marco alemán; además está el tribunal constitucional de Karlsruhe, al que se puede apelar, como probablemente lo harán un buen número de políticos y economistas. Por último, algunos acontecimientos, por

ejemplo una seria recesión en el fondo de desajustes del mercado, pueden forzar un cambio. Por ello existe aún la posibilidad de retraso. Sin embargo, esta posibilidad de que el proyecto se retrase parece actualmente si no despreciable, sí bastante vaga; tal vez alcance un tercio.

En cuanto a quién participará, está bastante claro. Los países del Sur, Italia, España y Portugal, han realizado un progreso considerable para alcanzar las condiciones de convergencia de déficit público que Alemania consideró tan importantes; al mismo tiempo, tanto Francia como Alemania han tenido que luchar denodadamente para acercarse al criterio del 3 por 100 del PIB, de manera que no les será posible de ningún modo evitar la participación de los del Sur. Podrían intentar desplazar el criterio hacia su "sostenibilidad" y argumentar que sólo los países del Norte lo han conseguido, pero sería muy difícil o imposible probarlo. Más aún, Kohl y Chirac tienen mucho que ganar políticamente si les dejan entrar, ya que conseguirían grandes apoyos políticos en toda Europa.

Por supuesto que se arriesgan a una gran resistencia interna en Alemania, especialmente desde el Bundesbank, que puede oponerse totalmente al proyecto, o al menos a su calendario, alegando que ninguno de estos gobiernos ha conseguido mantener sus logros fiscales. Pero probablemente Kohl y Chirac esperan echar por tierra tal oposición, alegando que el proyecto es principalmente político, y como tal se escapa del área de competencia del Bundesbank.

Por consiguiente, en lo sucesivo daré por hecho que la UEM comenzará como está previsto, lo que nos lleva a la segunda pregunta: ¿funcionará?

## 2. ¿FUNCIONARÁ?

Para responder a esto, habrá que sentar algunas premisas para la discusión. En primer lugar, supondré que el dinero es muy importante en el comportamiento a corto plazo de las economías, aunque a largo plazo los efectos de la política monetaria desaparezcan totalmente. Los economistas sufren de esquizofrenia con respecto al dinero, a veces hablan del "velo del dinero", de su "neutralidad" y de que la economía depende únicamente de factores externos. En otros contextos, dicen que las variaciones monetarias pueden causar horribles recesiones, crisis y serias inflaciones que consiguientemente oscurecen los logros. Ambas versiones no pueden ser ciertas. Mi premisa, compartida por la mayoría de los economistas especializados, es que se debe aceptar lo primero a largo plazo y lo segundo a corto y medio plazo.

En segundo lugar, habrá que acordar que el comportamiento y los problemas económicos no se desarrollan en un vacío político. Los aspectos económicos son también probablemente los aspectos más importantes desde el punto de vista político. Debemos reconocer, por consiguiente, que existe una "economía política" que convierte la materia prima de los problemas económicos en resultados políticos. El problema es que no hemos desarrollado teoría ninguna de esta economía política; sin embargo, podemos por lo menos acudir a la historia y la experiencia, que nos enseñan que cuando se multiplican los apuros económicos, se desencadenan fuertes desórdenes políticos y dificultades consiguientes.

En lo que sigue, apelaré a estas dos premisas: de los problemas económicos se derivan problemas monetarios a corto y medio plazo y dificultades políticas.

¿Qué subyace pues, en la UEM?

Difícilmente podrían situarse los comienzos de la UEM bajo perspectivas menos favorables. El paro continental es de aproximadamente el 12 por 100, y no es probable que descienda por debajo del 10 por 100 ni en las previsiones más optimistas de recuperación, ya que es, en gran medida, estructural. A la cabeza de este desastre social básico se encuentra la necesidad de más subidas de impuestos o reducción del gasto para satisfacer el objetivo del Pacto de Estabilidad de déficit del 1 por 100 de la renta nacional, y de eliminar los actuales y venideros déficit de las pensiones estatales que, de acuerdo con las previsiones de la OCDE, son equivalentes en los principales países continentales. Si todo ello se hiciera mediante la subida de los impuestos, su tipo medio en el conti-

nente subiría del aproximado 50 por 100 actual al casi 60 por 100. ¿Cómo reaccionarían las clases más populares? De mala manera.

Y ahora vienen el euro y el BCE. Según nuestros cálculos, se podría doblar el tamaño de las recesiones nacionales debido a la incapacidad del BCE para responder a las diferentes crisis y comportamientos nacionales con sus tipos de interés de "talla única", cuantificación que realizamos de las consecuencias de una única área monetaria (nada óptima) para una CEE en la que no hay movilidad laboral, ni flexibilidad de salarios monetaria (ni real) ni existe sistema alguno de transferencia fiscal automática. Si no gustan nuestros cálculos, los trabajos del FMI (de Paul Masson y Steve Symansky) muestran unas cifras aún más desagradables: empeoran un tercio. En concreto, cuando se produzca una nueva recesión en Francia, el paro puede subir del 12,6 por 100 actual al 20 por 100 o más. Algunos países de la UEM han minimizado los efectos de la política monetaria única. Probablemente se sitúen en un mundo de paro reducido y economías boyantes. Pero, en el mundo real de la Europa de hoy, estos efectos son muy significativos. El daño económico crece desproporcionadamente, como las distorsiones provocadas por los impuestos. Se puede estar en el umbral de la movilización social. El aumento significativo del paro en Francia puede marcar la pauta.

A pesar de todo lo cual, el BCE tiene un papel importante que jugar para establecer los tipos de interés, y desempeña una buena labor para contener las extendidas recesiones europeas. Sin embargo, tal como sabemos perfectamente, es muy fácil cometer errores en la política económica; al frente de todos los problemas de comprensión de las nuevas cifras de oferta monetaria, puede que el BCE tenga que soportar ataques especulativos en contra del euro, ya que los costes laborales europeos son todavía demasiado elevados en relación con la competitividad mundial. Dado que el BCE estará obligado en sus comienzos a ganarse una reputación de duro luchador contra la inflación, esta batalla le puede llevar a defender el euro en el sentido de que la devaluación sería inflacionista; el resultado sería entonces unos tipos de interés elevadísimos y una recesión aún peor.

Por consiguiente, la pregunta político-económica es ¿cómo van a reaccionar las clases más populares y cómo actuarán a su vez los políticos nacionales entre ellos y frente al BCE? Aquí aparece la soberanía. Las uniones monetarias que han permanecido, como la de EE.UU., han tenido al frente un Estado. Donde hay varias naciones soberanas, cada una va finalmente por su lado. Los que dicen que "la unión monetaria es

irrevocable" se olvidan de esta simple cuestión de hecho. (Por supuesto, ya sé que ningún Estado enviará su ejército para intentar detener a los que abandonen, no seamos tan tétricos, aunque en un reciente trabajo en Asuntos Exteriores Martin Feldstein se haya referido a ello). Hay demasiados imponderables, la mayoría políticos, para predecir los resultados de todo esto. La experiencia histórica de las uniones monetarias y semejantes —las alemanas del siglo pasado, la unión monetaria latina, el patrón oro de Bretton Woods— sugiere que en circunstancias favorables pueden durar mucho tiempo, décadas, pero que se vienen abajo en cuanto aparecen las dificultades. La Gran Depresión acabó con el patrón oro, aunque básicamente se resquebrajó al comienzo de la Primera Guerra Mundial. La inflación americana tras la guerra de Vietnam y el Programa de Gran Sociedad de Kennedy/Johnson trabajaron para Bretton Woods debido al resentimiento alemán por la inflación subsiguiente.

La cuestión es obvia: cuando las cosas van mal, alguien tiene que impedir que la gente salga corriendo, y únicamente un Estado puede hacerlo. Una unión monetaria permanente lo es sólo en virtud de que forme parte de un Estado permanente. Ello sugiere que se puede prever verosímelmente que la UEM se romperá por la salida de algún miembro relevante en menos de una década. Este miembro pudiera ser Francia, debido al resentimiento popular contra los diversos pactos fiscales restrictivos y estrechas políticas monetarias. O podría ser Alemania, porque ni la política fiscal ni la monetaria sean suficientemente estrechas para ella, o porque la inflación fuera inaceptable, como en Bretton Woods.

Alternativamente, ¿podría la UEM engendrar un super-Estado capaz de contener estas tendencias, como esperan sus promotores continentales? No se sabe; solamente sabemos que utilizarán el argumento económico como argumento de peso para la unión política. Y, a corto plazo, impulsarán fuertemente medidas cooperativas de acuerdo con el Pacto de Estabilidad y comités asociados para impulsar sus objetivos. No cabe duda alguna de que existirán enormes presiones para cualquier tipo de "armonización".

Los países con dificultades querrán un "campo de juego nivelado" con respecto a sus competidores por la inversión y el empleo. Cabe esperar una aplicación rigurosa de la legislación laboral y de los impuestos sobre la renta, especialmente de los beneficios empresariales. Los sindicatos y las grandes empresas que tienen que enfrentarse a los sindicatos poderosos en toda la CEE querrán la armonización de las fuerzas sindicales en la CEE, ya que de otra manera las pe-

queñas sociedades sin oposición sindical podrían competir con ventaja.

Por consiguiente, hay una posibilidad razonable de que, debido a estos esfuerzos políticos, la UEM sobreviva al menos durante la primera década del año 2000, pero al coste de una todavía más rígida normativa común y una protección todavía mayor contra los bajos costes de la competencia no comunitaria.

Por supuesto, sería estupendo que la lucha por la UEM produjera una reforma de los suministros y del libre mercado, pero ello constituiría casi un milagro, teniendo en cuenta la historia y las actitudes continentales. La probabilidad de que se cumpla este guión ideal, muy pregonado en círculos optimistas de EE.UU., es seguramente bajísima. La prueba más reciente la podemos encontrar en la decisión de las últimas semanas de Francia e Italia de introducir la semana de treinta y cinco horas en los próximos años. Esta decisión apunta en la dirección de las soluciones del "reparto del trabajo" como medio para combatir el aumento del paro, soluciones que incluyen restricciones al empleo de la mujeres o los jóvenes, límites a la jornada laboral, jubilación anticipada y restricciones o multas al despido.

Por ello, en respuesta a la segunda pregunta, diría que hay una probabilidad razonable similar (40 por 100) tanto de que sobreviva como de que se desmone la fortaleza europea, y una pequeña oportunidad (20 por 100) del guión estelar, según el cual la presión de la UEM forzará la liberalización y flexibilización de los mercados laborales.

### 3. ¿SE UNIRÁ EL REINO UNIDO?

Llegamos ahora a la tercera cuestión: ¿Se unirán el Reino Unido y otros si sigue adelante en 1999? Tal como ha anunciado su presente gobierno, el Reino Unido no se unirá durante la presente legislatura, sino que lo hará en las próximas elecciones, siempre que el Gobierno lo considere de interés (principalmente económico) para el Reino Unido y la gente lo refrende en referéndum. Este gobierno parece inclinarse, al menos de momento, hacia un veredicto favorable. Sin embargo, además de la obligación de consulta pública, no deja de ser preocupante cómo habrá que ganarse a la opinión pública, que en la actualidad ofrece un abrupto 70-30 en contra. La cuestión crucial es la de cómo evolucionará la opinión pública.

¿Cómo opinarán los británicos sobre esto cuando se les consulte en el 2000?

Dado que esto es, lisa y llanamente, un proyecto político, la cuestión de la soberanía será de vital importancia. El último referéndum de 1975 se conquistó y ganó mediante la combinación del gobierno laborista y la oposición *tory* que argumentaban a favor y prometían que no se encerraba ninguna cuestión de unión política. En el referéndum del 2002, nadie podrá negar creíblemente que se trata de una unificación política, cuando no de una abierta unión. En el continente, como hemos visto, no se andan con rodeos: se trata de un proyecto político destinado a unificar Europa, y las cuestiones económicas son secundarias y se admite por muchos (ciertamente la mayoría de economistas) que son arriesgadas. Solamente en el Reino Unido hay algunos que simulan algo diferente (por ejemplo Kenneth Clarke y Gordon Brown, los cuales afirman que la soberanía política no está seriamente afectada). Sin embargo, estos intentos son cada vez más objeto de mofa, forzosamente cuando se puede citar tanto material en contrario de políticos continentales.

Cuánto control perderemos exactamente en cada área es un tema apasionante para hacer conjeturas, relacionado estrechamente con la cuestión, ya discutida, de lo que pasará en la UEM. Pero hay que asumir que se pierda control en algunas áreas clave aparte de la política monetaria: sólo ya el Pacto de Estabilidad con su sistema de multas por los déficit excesivos lo garantiza. A la cabeza de ello se encuentra el grado de coordinación que existirá entre la concertación salarial, la política social, tipos impositivos y demás; la unificación monetaria de las dos Alemanias es un ejemplo interesante de cuánta armonización puede derivarse de una moneda única (en uniones particulares, se obtuvo una pronta paridad de salarios y condiciones de trabajo).

Si pasamos de la política a la economía, permaneciendo igual lo demás, la opinión de los británicos será sin lugar a dudas más bien prudente: ¿por qué unirse a un juego peligroso? Pero está claro que el principal argumento será el que se despliega para persuadirlos de otra manera: el miedo de la exclusión. Este argumento se expresa normalmente en términos de coger autobuses o trenes. Concretamente así: si nos quedamos fuera, los continentales elevarán mayores barreras proteccionistas contra nosotros y se perjudicarán nuestras inversiones internas y los puestos de trabajo que llevan aparejados.

Esta es la campaña europropagandística de sacarse un as de la manga, o eso cree. Ha funcionado siempre antes, en 1975 y nuevamente en 1993 sobre Maastricht. (En cuanto a la enmienda al Tratado del

Mercado Único de finales de los ochenta, se olvida con frecuencia que nosotros, con la ayuda alemana, lo organizamos todo, historia bien diferente, que queda patente por la entusiástica acogida del Reino Unido a la idea de una Europa basada en el libre mercado).

Pero esta vez el argumento adolece de un fallo claro: el hecho del Mercado Único y las decisiones de no incluirse en Maastricht (del Reino Unido y Dinamarca, en la práctica también de Suecia) a través de la moneda única. Estas enmiendas al Tratado de Roma dan una respuesta proteccionista a la no participación ilegal en la Unión Económica y Monetaria.

Pero, según se dice, encontrarán de una manera o de otra un camino proteccionista. ¿Cuál, pues? Ahora mismo, cierto es, existe mucho proteccionismo encubierto en toda Europa; por ejemplo, subsidios a industrias desde las aeronáuticas hasta las del acero, alcaldes locales que hacen guiños de complicidad a los postores adecuados, y cosas por el estilo. Pero esto sucede de cualquier forma, y continuará hasta que la Comisión se decida a solucionarlo de acuerdo con lo que establecen mayoritariamente las leyes. El que se continúe esta acción no está relacionado ni legal ni prácticamente con la Unión Económica y Monetaria.

¿Qué posible conexión puede existir entre las acciones proteccionistas y la UEM? Sólo se me ocurren dos: la acción social y el sistema de transferencia de fondos, TARGET. Del último podemos prescindir rápidamente, según el Banco de Inglaterra: si el continente utiliza la UEM como excusa para descontar créditos a los bancos del Reino Unido, lo que conseguirán solamente es desplazar fondos de comercio hacia sistemas competidores de transferencia de fondos. Entonces TARGET perderá los enormes flujos de Londres, el mercado de divisas dominante en el mundo.

Pero la acción social es una cuestión diferente. Una forma perversa de proteccionismo es el estilo europeo de costes sociales, que podría llevar al cierre rápido del Reino Unido, como ya ocurrió una vez con anterioridad a 1979. Fuera de la UEM nos hemos resistido con bastante eficacia; sin embargo, se han producido pequeños avances a través de la reducción de la jornada laboral, vía salud y seguridad y los comités de empresa. Pero se trata hasta ahora de pequeñas molestias. Como quiera que el Reino Unido es un paraíso para las inversiones con una moneda diferente, y por ello sin razón alguna para la "coordinación total", hay poco campo de acción para el continente. Este gobierno ha firmado la Carta Social, pero

ha dejado claro que no se resignará a su reforzamiento. Ya veremos si se llega hasta la decisión de no incluirse en ella, aunque la intención parece bastante clara.

Vamos ahora a considerar lo que ocurrirá si entramos en la UEM. Nuestros costes y precios estarán en euros, lo que ofrecerá una comparación instantánea con la competencia continental y alimentará las peticiones sindicales de equivalencia de salarios en Europa, como sucedió con la Alemania del Este. Debemos coordinar nuestras políticas para tratar de evitar que se exacerbén las presiones ocasionadas por la política monetaria única de una sola dirección. En resumen, la coordinación social es la mayor amenaza de proteccionismo que habrá que evitar si entramos. El problema es que esta coordinación es un sustituto de la protección abierta.

La verdad es que la otra cara de la moneda de los propagandistas de la UEM que se sacan un as de la manga consiste en enseñarles la sota de corazones. Si entramos en la UEM nos arriesgamos a que nos ahogue el abrazo proteccionista de la "coordinación", de los impuestos, costes sociales o cualquier cosa que pueda controlarse para reducir nuestra supuesta amenaza competitiva para el continente. Exactamente esto es lo que han apreciado la mayoría de los inversores japoneses. Noriko Hama, la principal economista del Instituto de Investigación Mitsubishi, lo ha expresado así: "La mayoría de los inversores japoneses en el Reino Unido están muy felices de que se mantenga allí la flexibilidad de tipos de cambio de que se goza ahora... La incapacidad de que el Reino Unido se convierta totalmente en un país europeo puede ser su mayor baza en lo que se refiere a las inversiones japonesas".

La economía del Reino Unido se defiende bien con las políticas actuales, entre las que no es la menor la de cultivar un cierto distanciamiento respecto al entusiasmo continental. La libra es una parte esencial de este distanciamiento. Un caso paralelo interesante es el de Canadá y EE.UU., con la decisión canadiense de mantener su propia moneda (nunca —que yo sepa— cuestionada de hecho por los norteamericanos), que se basa en una mezcla de consideraciones políticas y económicas y que, evidentemente, no ha constituido ningún obstáculo a una estrecha relación comercial similar a la del mercado único europeo. En el caso de que la UEM vaya adelante y dure, espero que con es-

tas bases la opinión pública del Reino Unido continúe siendo reacia a la entrada.

#### 4. CONCLUSIONES

El proyecto de la UEM se conduce de manera política, y parece probable que comience a tiempo con muchos miembros, debido a la fuerte implicación política de los actuales líderes de Francia y Alemania. Se enfrenta, sin embargo, con múltiples obstáculos económicos. Un paro alto, unos ya elevados tipos impositivos, la necesidad de un endurecimiento fiscal para cumplir con el Pacto de Estabilidad y la amenazante crisis de las pensiones estatales dificultan aún más los problemas relativos al empleo de una única política monetaria para once países (los cálculos de "área monetaria óptima" apuntan hacia una mayor inestabilidad cíclica en las economías asociadas). Además, puede que el euro necesite depreciarse para restaurar la competitividad laboral, una necesidad a la que es posible que el BCE se resista, estableciendo tipos de interés demasiado altos para las necesidades internas de Europa. Es difícil pronosticar cuáles serán las respuestas políticas a estos problemas, pero existen grandes peligros. Existen muchas posibilidades de que la UEM se rompa; también existen muchas posibilidades de que sobreviva, al coste de mucha "coordinación" y de una Europa-Fortaleza. También existe la posibilidad de un *guión dorado* según el cual las presiones de la UEM fuercen una rápida liberalización de las economías asociadas; pero, de acuerdo con los logros recientes y la historia más amplia, ésta parece una posibilidad muy remota.

En estas circunstancias, la opinión pública del Reino Unido, habitualmente hostil por un margen de dos a uno, es improbable que desee entrar, aunque el gobierno haya expresado su apoyo de una manera prudente y ambigua a una posible unión después de las siguientes elecciones del 2002. El rechazo a la prudencia pública proviene tanto de los políticos —el temor a una pérdida seria de soberanía— como de los economistas —el deseo de mantener una economía flexible fuera de la posible restricción que la coordinación dentro de la UEM puede acarrear. Sin embargo, el Reino Unido mantiene el compromiso y el entusiasmo para con el libre comercio dentro de Europa y para con el Mercado Único organizado libremente. Parece probable que siga el ejemplo de Canadá en sus relaciones con Estados Unidos.



# Condiciones para el éxito de la UME

William F. Duisenberg

## I. INTRODUCCIÓN

Me gustaría referirme a las condiciones necesarias para que la UME sea un éxito, y quisiera centrarme en tres cuestiones: primera, los requisitos técnicos e institucionales relativos al establecimiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y la política monetaria común; segunda, la necesidad de mantener la convergencia entre los países que formarán el área del euro y, finalmente, la necesidad de equilibrio en el empleo de medidas de política monetaria y otras políticas económicas en la tercera fase de la Unión Monetaria.

## II. REQUISITOS TÉCNICOS

La primera cuestión —los requisitos técnicos e institucionales— me permitirá también esbozarles brevemente lo que hacemos en el Instituto Monetario Europeo (IME). El IME tiene la responsabilidad de preparar el marco de operaciones que permitirá al SEBC dirigir la política monetaria común en la tercera fase de la Unión Monetaria. En este contexto, estamos acercándonos a la conclusión de varios años de duro, pero últimamente exitoso, trabajo preparatorio. Me gustaría resumir muy brevemente los éxitos en algunos de los más importantes campos de este trabajo.

Con respecto a la *estrategia monetaria* que debe ser adoptada por el SEBC, el IME ha seleccionado dos estrategias potenciales como candidatas para ser aprobadas, a saber: la del objetivo monetario y la del objetivo de controlar la inflación, que ya son empleadas por los bancos centrales nacionales. En este punto, no parece deseable ni necesario elegir entre ambas. La decisión final de la estrategia que se adopte, será responsabilidad del Banco Central Europeo (BCE).

Por el contrario, el marco de los *instrumentos y procedimientos* de política monetaria —que se utiliza-

rán para controlar los tipos de interés a corto plazo— ya ha sido profusamente definido. El SEBC operará principalmente mediante operaciones de mercado abierto, utilizando en la mayoría de los casos operaciones inversas, pero ofrecerá también dos servicios permanentes: un servicio de crédito marginal y otro de depósito. Los tipos de interés de estos servicios establecerán los límites por arriba y por abajo de los tipos de interés de mercado a corto plazo. Las operaciones del SEBC contarán con un amplio abanico de contrapartidas, y se ha decidido que serán los bancos centrales nacionales los que lleven a cabo, de una manera descentralizada, la mayoría de las operaciones de política monetaria. También se han hecho preparativos para crear una infraestructura que permita al BCE imponer exigencias de reservas mínimas, si así lo decidiera. Nuestro reciente informe titulado “La política monetaria común en la tercera fase, documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC”, publicado en septiembre de 1997, actualiza el marco de operaciones, teniendo en cuenta los cambios más recientes. El principal objetivo de este informe es proporcionar a las instituciones financieras la información que necesitan para prepararse a participar en operaciones de política monetaria del SEBC en la tercera fase.

Para garantizar la existencia de un único tipo de interés del mercado monetario en el área del euro, la *integración del sistema de pagos* es un elemento esencial de los preparativos técnicos para la tercera fase. El IME y los bancos centrales nacionales están desarrollando un sistema de transferencias de fondos interbancarios, denominado TARGET, que permitirá procesar pagos internacionales en euros uniformemente como si fueran pagos nacionales. Interconectará los sistemas nacionales de liquidación bruta en tiempo real (SNLB) que los bancos centrales nacionales hayan acordado poner en marcha en sus países respec-

tivos. Además, este año el Consejo del IME ha adoptado la decisión de elegir S.W.I.F.T. como proveedor de la red de interconexión, firmándose el contrato. Se han comenzado las pruebas de las conexiones de los bancos centrales nacionales con el centro de pruebas del IME. El IME acaba de publicar un informe posterior, que comprende aspectos concretos como la armonización del tiempo operativo de los sistemas nacionales (SNLB) conectados con TARGET y la política de fijación de precios.

En el campo de la *política de tipos de cambio*, el SEBC podrá dirigir la política de intervenciones en los tipos de cambio a través de transacciones en reservas de divisas, valoradas en más de cincuenta mil millones de euros, que serán transferidos de los bancos centrales nacionales al BCE. El BCE adoptará todas las decisiones relativas a la intervención, mientras que la ejecución de esas decisiones, bien centralizada, bien descentralizadamente, se efectuará en el seno del SEBC. Además, como continuación al trabajo preparatorio efectuado por el IME, el Consejo Europeo adoptó una resolución en Amsterdam, en junio del presente año, sobre la nueva relación de tipos de cambio entre los países del área del euro y los países de la UE no pertenecientes al área del euro, los llamados ERM II.

La reciente decisión política del Consejo del ECOFIN de *preanunciar los tipos de cambio bilaterales*, que se utilizarán para determinar los tipos de conversión al euro de las monedas de los países que entren en la Unión Monetaria en el momento de su selección, fue muy bien recibida por los operadores de los mercados, ya que se consideró como un signo poderoso de compromiso con el proceso de la UME. Se espera que este preanuncio reduzca el riesgo de inestabilidad del tipo de cambio en el denominado período provisional, anterior al de determinación irrevocable de los tipos de cambio del euro con relación a las monedas del área del euro el 1 de enero de 1999. Durante este período provisional, habrá que intensificar todavía más la cooperación en la dirección de las políticas monetarias. Es aún demasiado pronto para señalar cómo será el tipo común de interés a corto plazo de los países miembros del área del euro a finales de 1998. Lo que está claro, sin embargo, es que existe una idea equivocada de que este tipo deberá constituir una media de los tipos a corto plazo de algún grupo de países de la UE. Lo único que se puede decir ahora es que el tipo deberá situarse en el nivel exigido para el mantenimiento de la estabilidad de los precios en el área del euro.

Como continuación al acuerdo de la cumbre de Madrid de diciembre de 1995, sobre el plan del IME para

la *conversión al euro*, las autoridades preanunciaron una secuencia cronológica de acontecimientos, que se formuló sobre la base de un reducido número de fechas clave. Los preparativos para la conversión al euro se han acelerado en los últimos doce meses. Se han definido los papeles nacionales respecto al cambio en la mayoría de países de la UE. Mientras tanto, dos reglamentos del Consejo han establecido el marco jurídico del proceso de cambio que constituirá la *lex monetae* de la Comunidad. Queda todavía por acordar la fecha en que circularán los billetes y monedas del euro. Con arreglo al principio de subsidiariedad, los estados miembros de la UE deberán efectuar arreglos prácticos para el cambio. Paralelamente, ha habido un importante aumento de la inversión por parte del sector privado para adaptar los sistemas y procedimientos en toda la Unión Europea.

Finalmente, me gustaría mencionar que el IME y los bancos centrales nacionales han comenzado a reflexionar sobre las funciones del BCE, así como sobre la naturaleza de las relaciones entre el BCE y los bancos centrales nacionales en el seno del SEBC. Se ha pensado mucho sobre estos aspectos en el IME, y el Consejo de éste ha considerado seriamente las necesidades de personal. Me parece probable que se necesiten unas 500 personas, cuando el IME cuenta en la actualidad con 350 trabajadores.

### III. MANTENIMIENTO DE LA CONVERGENCIA

Además de que el trabajo preparatorio finalice satisfactoriamente, es muy importante para garantizar el éxito de la Unión Monetaria que se obtenga un alto grado de mantenimiento de la convergencia con respecto a la estabilidad de precios, fiscalidades sólidas, estabilidad en los tipos de interés y convergencia de los tipos de interés a largo plazo, para los países que participen en la Unión Monetaria. Estos criterios intentan "nivelar el campo de juego" para garantizar un comienzo uniforme de la política monetaria común. Además, los criterios fiscales continuarán aplicándose en la Unión Monetaria. Lo dispuesto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento contribuirá al mantenimiento de la Unión Monetaria a largo plazo.

Los peligros de la inexistencia de convergencia al comienzo de la UME son obvios. En concreto, si las posiciones fiscales nacionales no se controlan desde el principio, ello puede repercutir en la política monetaria común y tener efectos secundarios en las fronteras que afecten a la Unión Monetaria en su conjunto. De igual modo, las diferencias significativas de inflación entre países pueden conducir a divergencias in-

sostenibles de precios y costes en el área del euro o a un endurecimiento innecesario de las políticas monetarias de los países que hayan conseguido la estabilidad de precios.

Con arreglo al Tratado de Maastricht, el IME y la Comisión tienen la labor de examinar el avance hacia la convergencia y de ayudar al Consejo Europeo a determinar qué países de la UE cumplen sus compromisos respecto de la consecución de los criterios de convergencia. Los resultados de estos exámenes se presentarán en la primavera de 1998.

El comportamiento actual indica que en los últimos años ha tenido lugar una tendencia a la baja significativa en la convergencia de la estabilidad de los precios. Ello refleja la decisión de los bancos centrales nacionales de la totalidad de la Unión Europea de perseguir la estabilidad de los precios como el objetivo primario de la política monetaria. En no menos de catorce países, la inflación de los últimos doce meses estuvo por debajo del valor de referencia calculado de acuerdo con el Tratado. El tipo de inflación en el conjunto de la UE se sitúa actualmente por debajo del 2 por 100. También se ha producido un considerable avance en la convergencia de las tasas de rendimiento de las obligaciones y —con algunas excepciones— se ha mantenido ampliamente durante los dos últimos años en la UE la estabilidad en los tipos de cambio.

Por el lado fiscal, a pesar de los progresos significativos de los últimos años, sigue siendo problemático el mantenimiento de las finanzas públicas en los países de la UE. Los últimos datos oficiales demuestran que en 1996 muchos países de la UE superaron los valores de referencia para el déficit público e índices de deuda establecidos en el Tratado. Para 1997, los pronósticos de la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI) sugieren que se espera que la mayoría de los países cumplan los valores de referencia para el déficit público, aunque estas previsiones deberán refrendarse en la práctica. Al valorar la firmeza y perdurabilidad de la corrección de las finanzas públicas a comienzos de 1998 sobre la base de las cifras de 1997, el IME tomará nota cuidadosamente, entre otras cosas, del impacto potencial de las medidas temporales o exclusivas. Si se demuestra que el impacto de los efectos temporales en las cifras de déficit presupuestario es significativo, ello significará la necesidad de incrementar en 1998 medidas adicionales con efectos permanentes para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Es, sin embargo, bastante difícil distinguir influencias permanentes en la posición presupuestaria, incluso cuando se

excluyen medidas temporales o excepcionales, lo que hace más difícil la evaluación de la sostenibilidad. Al analizar la cuestión de la sostenibilidad, el IME volverá la vista hacia delante y hacia atrás. Nuestro punto de vista final se expresará en el informe de Convergencia que se publicará en la primavera de 1998.

La convergencia se necesita no sólo en términos macroeconómicos, sino también en *términos legales*. La consecución de la independencia del banco central es una precondition importante para calificarse como candidato a la UME. Los estados miembros han hecho progresos considerables para adaptar los estatutos de sus respectivos bancos centrales para cumplir con las exigencias derivadas del Tratado y el Estatuto del SEBC/BCE. Los estatutos de algunos bancos centrales requieren más adaptaciones, en particular de cara a su integración en el SEBC. En estos casos, las acciones legislativas están en marcha.

#### IV. UNA POLÍTICA MIXTA EQUILIBRADA

El BCE se establecerá poco después de que se decida la lista de países que participarán en la UME. El 1 de enero de 1999 el SEBC empezará a dirigir la política monetaria común con objeto de mantener la estabilidad de los precios en el área del euro. La búsqueda de este objetivo, con total independencia, servirá para salvaguardar la base de un crecimiento equilibrado y empleo a largo plazo. Sería sin embargo incorrecto decir que el SEBC será el único responsable del mantenimiento de la estabilidad de los precios en el área del euro. La política monetaria necesita el apoyo de otras políticas económicas; en particular, hay que escuchar a las políticas fiscales, y las subidas salariales deben ajustarse al crecimiento de la productividad. Sin la ayuda adecuada de otras políticas, el SEBC puede verse obligado a adoptar medidas para amortiguar las presiones inflacionistas, lo que puede llevar aparejada una pérdida a corto plazo de la producción y el empleo. Esto puede tener consecuencias negativas para la aceptación pública de la política monetaria común.

Se ha mantenido que será más difícil para la Unión Monetaria tratar con crisis reales asimétricas, como la reunificación alemana. Yo no creo, sin embargo, que sea probable que crisis de la naturaleza de la unificación alemana se vayan a repetir en el futuro. Por otra parte, los pasados diez a quince últimos años han sido testigos de una considerable convergencia de las estructuras sociales y económicas de los países de la UE. Por consiguiente, nuestros problemas nacionales —los relativos a desempleo, seguridad social y siste-

mas de pensiones— se han vuelto también muy similares, y su solución necesita así pues de un enfoque similar. Además, la mayoría de las crisis reales en el pasado crearon problemas no ya por ser asimétricas, sino porque las respuestas de política económica fueron diferentes. La crisis del petróleo de los años setenta es un buen ejemplo. Desde entonces, nuestras filosofías políticas —tanto en términos monetarios como fiscales— han emprendido un firme y aceptado proceso de convergencia. Sin embargo, no se puede excluir totalmente la posibilidad de que sea necesario acomodarse a las crisis asimétricas que golpean individualmente a los países que participan en la Unión Monetaria. El mantenimiento de la fiscalidad permitiría suficientemente afrontar las crisis asimétricas y los ciclos adversos, permitiendo trabajar a los estabilizadores automáticos. Ello da un mayor incentivo a una fiscalidad firme y constituye un elemento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Europa no necesita un presupuesto centralizado para afrontar las crisis asimétricas. Se resuelven en el ámbito nacional.

Volviendo a los aspectos estructurales que afectan al mantenimiento de la fiscalidad, tiene también importancia que los gobiernos emprendan medidas para afrontar nuevos retos presupuestarios, como el envejecimiento de la población, en los que los gobiernos se enfrentan masivamente con mayores cargas futuras para los sistemas de seguridad social. Si no se producen las reformas apropiadas, se pueden prever considerables aumentos en la contribución, e incluso sustanciales incrementos del endeudamiento público, lo que puede amenazar la estabilidad de los precios.

Existen también otros retos significativos en el entorno económico; existe especialmente una necesidad clara e insistente de ajuste estructural, en particular en los mercados del trabajo y la producción. El paro en la mayoría de los países de la UE, aunque muestra signos de estabilizarse, sigue siendo inaceptablemente alto, y las previsiones para el mercado de trabajo no son de una mejoría significativa, a falta de reformas estructurales. Las bajas cotas de empleo en Europa parecen deberse en gran medida a un amplio abanico de rigideces institucionales, y el mayor reto consiste en cómo atajarlas lo suficiente para reducir el paro. Acabar con estas rigideces es también impor-

tante para conseguir que la UME sea un éxito, ya que la flexibilidad de los precios y salarios constituye un mecanismo de ajuste necesario en la Unión Monetaria. Por consiguiente, lo que se requiere en esta área para resolver el problema del paro es también necesario para conseguir que avance la Unión Monetaria.

Así pues, la tarea consiste en garantizar que en la tercera fase de la UME se consiga una equilibrada y adecuada política mixta global. Para que las decisiones de política monetaria del SEBC estén bien fundadas y sean óptimas para alcanzar sus objetivos, existe, evidentemente, la necesidad de un diálogo regular y un intercambio de información con terceras partes en materias de interés común. Esto se aplicará particularmente a las políticas económicas nacionales, subidas salariales y la postura fiscal global de la Unión Monetaria. Si la suma de todas las políticas contribuye a crear las condiciones adecuadas, a largo plazo la estabilidad de los precios se acomodará al crecimiento económico equilibrado.

## V. CONCLUSIÓN

---

Para concluir, un alto grado de convergencia sostenible y una política mixta equilibrada son condiciones necesarias para el éxito de la UME. Los estados miembros de la UE han hecho progresos considerables en términos de convergencia económica, aunque persisten retos en términos de reformas estructurales, especialmente en el ámbito de la política fiscal y los mercados de trabajo. También el IME ha realizado considerables progresos en términos de los necesarios preparativos técnicos que deben producirse para introducir la moneda común, prevista para el 1 de enero de 1999. El mayor reto consiste en mantener la estabilidad de los precios en el área del euro después del comienzo de la tercera fase, en cumplimiento del mandato dado al SEBC con arreglo al Tratado de Maastricht. Personalmente, estoy convencido de que la aplicación de los criterios de convergencia, los arreglos institucionales para el SEBC y los preparativos hechos hasta la fecha garantizarán que el euro sea una moneda estable y que el SEBC sea una institución poderosa que salvaguarde el valor de la nueva moneda.

# Condiciones para el éxito de la Unión Monetaria Europea

Miguel Boyer

## I. INTRODUCCIÓN

Es prácticamente seguro que la última fase de la Unión Monetaria —más bien la Unión Monetaria— comenzará el 1º de enero de 1999 y que España estará entre los países que participen en ella.

El proyecto o, al menos, el calendario del proyecto tuvo momentos malos durante el primer semestre de 1997 a causa de:

a) mala coyuntura económica en Alemania y Francia en 1996 y principios de 1997;

b) desgaste político del gobierno de Bonn y renuencia de un 65 por 100 de los alemanes a abandonar el *deutsche mark*;

c) debilidad e incapacidad reformadora del gobierno Juppé;

d) noticias sobre el probable incumplimiento del criterio de déficit por Francia y Alemania.

Pero este panorama ha ido mejorando a lo largo del año.

1) La coyuntura económica en Francia y Alemania se ha enderezado gracias a las exportaciones a los Estados Unidos, impulsadas por la apreciación del dólar de un 20,7 por 100 respecto al DM y de un 19 por 100 respecto al franco, medida entre el promedio de 1996 y los cambios medios del tercer trimestre de 1997.

La demanda exterior ha aportado el 48 por 100 del crecimiento del PIB alemán y el 71 por 100 del francés (cuadro núm. 1).

No deja de ser un poco irónico que el mecanismo de variación de los tipos de cambio —que va a ser eliminado como innecesario entre países europeos— haya contribuido tanto a enderezar la situación económica de Francia y de Alemania a lo largo de 1997 y, así, a diluir las críticas que obstaculizaban los últimos pasos del proceso de Maastricht.

2) También la situación política ha mejorado:

— En Francia, por la sustitución del gobierno del Sr. Juppé, incumplidor de sus promesas electorales, incapaz de reformas y, además, antipático para la ciudadanía, por el gobierno de Jospin, que tiene mucho mayor respaldo, si bien su orientación general y sus promesas electorales son contrarias al rigor presupuestario y antiinflacionista que exige la unión monetaria.

— En Alemania, la situación ha cambiado con el balón de oxígeno para el gobierno de Kohl en la elección regional de Hamburgo y el consiguiente y sensible fracaso socialdemócrata. Desde entonces, han quedado silenciadas las voces alemanas partidarias de aplazar la última fase de la unión monetaria, tales como las de Hans Tietmayer, Gerhard Schröder o el presidente socialcristiano de Baviera.

— En Gran Bretaña, la oposición dogmática a la moneda única de los conservadores ha sido sustituida por una actitud más favorable y pragmática del nuevo laborismo centrista. Los miembros principales del gobierno Blair han manifestado que la idea del euro les gusta en principio —como es normal después de lo mucho que lo había atacado Mrs. Thatcher— y que se sumarán a él en su momento si se ha visto que funciona, si el ciclo inglés se sincroniza con el europeo para entonces y si el pueblo inglés lo aprueba plebiscitariamente.

**CUADRO NÚM. 1**  
**TIPOS DE CAMBIO DEL MARCO ALEMÁN Y DEL FRANCO FRANCÉS RESPECTO AL DÓLAR USA**

	1997						
	1996		I trimestre		II trimestre		III trimestre
DM/\$ . . . . .	1,50		1,66		1,71		1,81
FF/\$ . . . . .	5,12		5,60		5,12		6,08

	PIB		Demanda interna		Demanda externa		Aportación al crecimiento del PIB (%)
	Crecimiento		Crecimiento		Crecimiento		
	1996	1997	1996	1997	1996	1997	
Alemania . . . . .	1,4	2,3	0,8	1,2	0,6	1,1	48
Francia . . . . .	1,5	1,7	0,8	0,5	0,5	1,2	71

Lo que no ha mejorado es el apoyo de la opinión ciudadana al euro en los dos países principales. El 66 por 100 de los alemanes se opone a abandonar el marco —más que el 61 por 100 que se opone en el Reino Unido a abandonar la libra— y en Francia sigue la división al 50 por 100 de la opinión pública que se manifestó en el referéndum de 1992 sobre el Tratado de Maastricht.

Pero esa situación de escaso respaldo popular a la moneda única no parece importar mucho a los gobiernos, ni a los parlamentos, alemán y francés. En eso tienen, quizá, razón. La democracia representativa vigente se diferencia de la directa en que sustituye la apelación frecuente a los ciudadanos para decidir todas las cuestiones importantes —la asamblea de todos los ciudadanos atenienses se reunía dos o tres veces al mes— por la decisión parlamentaria de sus representantes, dedicados a tiempo completo al estudio y debate de los asuntos públicos. Y es obvio que el tema de la moneda única es enormemente complejo y que no debería decidirse por apelación a impresiones inexpertas o sentimentales. Pero, por otro lado, hay que reconocer que la discusión racionalista sobre el tema no ha sido decisiva.

Tan complejo y discutible es el proyecto de la moneda única, que no ha habido otro de los emprendidos por la Comunidad Europea que haya creado divisiones semejantes no sólo en la opinión pública, sino entre británicos y escandinavos, por un lado, y europeos continentales por otro, y entre grupos políticos de un mismo país.

Es también notable que este proyecto, abrazado con fe ciega y enorme e irreversible inversión política por la gran mayoría de los gobiernos europeos y defendido con entusiasmo por casi todos los bancos centrales y sus servicios de estudios —eso es comprensible: les garantiza su independencia, la prioridad

en la lucha contra la inflación y pone límites al déficit y a la deuda públicos, todo lo cual constituye su religión— es notable, digo, que sea considerado como un proyecto poco justificado, o incluso peligroso, por la casi totalidad de los mejores teóricos de la economía hoy vivos. Y ello no sólo por los de la vieja generación, como Samuelson, Friedman, Gary Becker o Modigliani, sino también por los de la siguiente, como Martin Feldstein (1) o Rudy Dornbusch. Pocos economistas de los no pertenecientes a las maquinarias gubernamentales o a los bancos centrales europeos afirmarían que Europa es un área monetaria óptima o que los tipos de cambio son un instrumento inútil, sobre todo después de la experiencia de las devaluaciones forzadas de 1992-93 (que a mí personalmente, dicho sea de paso, me despertaron de mi sueño dogmático y me abrieron los ojos, que tenía cerrados desde que participé en el Comité Delors en 1988-89). La verdad es que los euroescépticos han estado siempre mejor acompañados por la teoría económica que los euroentusiastas. Seguramente, la explicación de este hecho notabilísimo estriba en que —como contestaba un ex-ministro de Economía alemán al devastador ataque que hizo, en *The Economist*, a la Unión Monetaria Martin Feldstein— “La moneda única es mala economía, pero buena política”.

En febrero de 1996 manifesté en una conferencia mi opinión de que la teoría económica no nos permite afirmar que el balance de ventajas y desventajas de adoptar una moneda única sea positivo para Europa y que incluso la mayoría de los mejores teóricos lo consideraba negativo. Esto era una diferencia flagrante con el apoyo, casi unánime, de esos teóricos a los pasos dados hasta ahora por la Comunidad Europea. El libre comercio, la libertad de movimientos de capitales y de trabajadores, la libertad de cambios de monedas, habían sido considerados como indiscutiblemente positivos por todos los profesionales de la ciencia económica.

Un día después y en el mismo foro, un intelectual de la categoría de Don Luis Angel Rojo —actual gobernador del Banco de España como todos ustedes saben— respondió a mi observación del modo siguiente:

Creo que es poco útil que nos pongamos a discutir ahora si el proyecto de creación de la Unión Monetaria Europea es deseable desde un punto de vista económico, o no lo es. Primero, porque es parte de un proyecto político europeo más amplio y ello le otorga unas dimensiones que exceden de las estrictamente económicas. Segundo, porque *en el plano económico, economistas de todo el mundo vienen discutiendo la deseabilidad de la unión monetaria europea, desde hace ya bastantes años, sin que hayan llegado —me parece a mí— a conclusiones brillantes.* Y tercero y fundamental, porque el proyecto está sobre la mesa y aprobado [...].

Creo que es razonable subrayar que, igual que sucede respecto a la conveniencia de la unión monetaria considerada en una visión global, la discusión estrictamente económica sobre *las ventajas e inconvenientes que un país concreto puede cosechar como consecuencia de su participación en la Unión ha de enfrentarse con demasiadas incógnitas para que pueda concluir que los inconvenientes posibles pueden superar a las ventajas conocidas.* [...] Con lo anterior sólo quiero señalar *las grandes dificultades existentes para precisar el saldo de beneficios y costes que un país puede esperar de su incorporación a la unión monetaria.*

(Los subrayados son míos).

Creo que estas afirmaciones del Gobernador del Banco de España —hechas con la honestidad que le caracteriza— son un reconocimiento clarísimo de que no existe una doctrina económica que asegure claramente las ventajas netas de adoptar la moneda única en Europa, y que la decisión en el caso de un país como España ha debido tomarse examinando si teníamos otra alternativa mejor que la de sumarnos a una iniciativa capitaneada por Francia, Alemania y sus pequeños países satélites del Benelux y Austria.

La respuesta de Don Luis Angel Rojo es que sería utópico pensar que tenemos disponible una alternativa en la cual España podría funcionar con una política económica autónoma y con plena capacidad para decidir el comportamiento de su tipo de cambio.

Tiene toda la razón el gobernador del Banco de España. Era un error tanto de Keynes como de sus

descendientes de la síntesis neoclásica y también de los monetaristas como Friedman, el creer que podía manipularse a voluntad el tipo de cambio nominal y variar con él el tipo de cambio real, de manera que cualquier política de demanda interna sea compatible con el equilibrio de la balanza de pagos. Hoy sabemos —porque lo hemos experimentado— que, por un lado, cuando hay libertad de movimientos de capitales, no son los gobiernos sino los mercados los que determinan los tipos de cambio nominales. Y, por otro lado, también sabemos que las variaciones de las paridades nominales no se traducen automáticamente en variaciones paralelas de los tipos de cambio reales, pues su repercusión depende de las expectativas y presiones inflacionistas internas y de la política de demanda que se practique para acompañar a una devaluación o revaluación.

Bastantes veces —en estos últimos dos años— me he encontrado con que los partidarios de la moneda única respondían a mis observaciones críticas diciéndome:... que defender que los gobiernos mantengan su libertad de fijar los tipos de cambio para hacer una política interna autónoma, es utópico.

Como les acabo de decir, no sólo creo que es imposible que los gobiernos fijen autónomamente el tipo de cambio, sino que, si fuera posible dudo de que ello fuese bueno, por sus implicaciones inflacionistas y desequilibradoras. La ventaja que tienen los tipos de cambio flexibles es que si en un país se produce una divergencia al alza respecto a los otros en precios o en costes laborales unitarios, los mercados acaban percibiéndolo y depreciando el tipo de cambio de su moneda, con lo cual la variación de este precio relativo —macroeconómicamente fundamental— hace menos costoso el ajuste necesario en términos de crecimiento y de empleo.

No es que yo tenga una fe absoluta en la racionalidad y en el acierto de los operadores de los mercados en todas las ocasiones: se equivocan tanto o casi tanto como los gobiernos y los bancos centrales. Pero tienen una ventaja sobre ellos: su mucha mayor flexibilidad para corregir los errores, sin el coste político de perder la cara o de renunciar a compromisos ideológicos.

No hace falta más que recordar cómo en septiembre de 1992 y en el primer semestre de 1993, los mercados corrigieron la sobrevaloración de la libra, la lira y la peseta —a la que ellos mismos habían contribuido por las expectativas exageradas respecto al Sistema Monetario Europeo—, contra la errónea resistencia numantina de gobiernos y bancos centrales, e

hicieron un inmenso favor al equilibrio de nuestras economías, del que todavía nos estamos beneficiando. ¡Menos mal que los gobiernos y los bancos centrales no controlan ya los tipos de cambio! A mi juicio, esa experiencia destruyó las tesis de los fanáticos de la moneda única, según las cuales los tipos de cambio nominales ya no funcionan, porque las devaluaciones quedan absorbidas en alzas de precios y porque en Europa las economías han convergido ya tanto, que podemos prescindir de ese instrumento.

Sin embargo, sean cuáles sean las dudas teóricas y las divisiones en la opinión pública, el hecho muy probable es que el 1º de enero de 1999 comenzará el período de tipos de cambio fijos y que, si se superan las dificultades de ese delicado período de transición, tres años más tarde las monedas nacionales serán sustituidas por el euro.

Lo práctico, pues, en el período próximo es preguntarnos cuáles son las condiciones para que esa aventura común sea un éxito, y qué debemos hacer para cumplirlas.

## II LA PREPARACIÓN PARA LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA. LO REALIZADO Y LO APLAZADO

¿Hemos hecho los países europeos una buena preparación para la moneda única? ¿Cumplimos bien las condiciones de convergencia? ¿Son suficientes las condiciones de Maastricht para el éxito de la Unión Monetaria?

Me parece evidente que ha habido un progreso considerable hacia el cumplimiento de los criterios de Maastricht, por la mayoría de los países europeos, especialmente en 1996 y 1997.

En los once países que son participantes probables en la primera oleada de la Unión Monetaria Europea, la diferencia en inflaciones en 1997 va sólo del 1,1 por 100 de Francia al 2,3 por 100 de Holanda. En 1990, la dispersión iba del 2,5 por 100 de Holanda al 6,7 por 100 de España y al 13,4 por 100 de Portugal (por tanto, un intervalo de casi diez puntos, frente al de 1,2 puntos de 1997).

Los déficit públicos, que para el conjunto de la Unión Europea eran de un 6,5 por 100 del PIB en 1993, fueron el año pasado del 4,4 por 100 y su proyección es del 3,0 por 100 para 1997, pese a que la proyección de la OCDE para Alemania y Francia es del 3,2 por 100 (dos décimas por encima del criterio

que ellas mismas consagraron en Maastricht) y pone alarmantemente en evidencia la poca capacidad mostrada por estos dos países líderes para reformar y reducir su gasto público.

El esfuerzo de convergencia español está entre los más notables. Su inflación subyacente, que era del 6,8 por 100 en 1992, ha sido del 2,1 por 100 en el promedio de enero–septiembre de 1997. El tipo de interés de los créditos bancarios entre uno y tres años ha caído del 16 al 7,5 en términos nominales y del 9 al 5,4 en términos reales. El déficit de las administraciones públicas, en porcentaje del PIB, ha pasado del 6,8 en 1993 al 4,5 en 1996, y se espera que sea incluso menor del 3 por 100 en 1997. Es decir, una reducción de 3,8 puntos de PIB, mientras que el déficit alemán ha aumentado del 3,5 al 3,8 entre 1993 y 1996, y el francés, sólo se ha reducido 1,4 puntos (del 5,6 al 4,2).

¿Es esta preparación suficiente para garantizar una Unión Monetaria amplia (once países: quince menos Reino Unido, Suecia, Dinamarca y Grecia)?

Es arriesgado contestar afirmativamente a esta pregunta.

Primero, porque un esfuerzo tan grande hecho en un período de tiempo tan corto, plantea dudas justificadas sobre su sostenibilidad de modo permanente.

En realidad sólo los países del Benelux (Bélgica, Holanda y Luxemburgo), Francia y Austria han tenido una experiencia larga de mantener un tipo de cambio fijo con Alemania. Y, al menos en el caso de Francia, el coste de su desinflación, en términos de desempleo y de crecimiento de PIB perdido, impiden considerar que su preparación ha sido un éxito y que está garantizado que el esfuerzo podrá mantenerse permanentemente.

En segundo lugar, porque en materia de déficit y de deuda públicos, y aunque la OCDE parece creer que la reducción que ha habido es en su mayor parte estructural, cuesta confiar en que estos cambios sean tan permanentes como para decir que de los 3,5 puntos porcentuales en los que el conjunto de la Unión Europea ha visto descender su déficit público entre 1993 y 1997, nada menos que 3 puntos (el 90 por 100) sea estructural.

Dados la importancia de las privatizaciones de empresas públicas rentables, las contabilidades llenas de imaginación creadora que hemos visto y tantos trucos burdos practicados, como la transferencia en

CUADRO NÚM. 2

	Déficit según Contabilidad Nacional				Déficit estructural			
	1993	1996	1997	Variación 1993/1997	1993	1996	1997	Variación 1993/1997
UE 15 .....	-6,5	-4,4	-3,0	3,5	-5,2	-3,5	-2,2	3,0
Alemania .....	-3,5	-3,8	-3,2	0,3	-3,0	-3,1	-2,6	0,4
Francia .....	-5,6	-4,2	-3,2	2,4	-3,7	-2,6	-1,9	1,8
Italia .....	-9,7	-6,7	-3,2	6,5	-8,8	-6,1	-2,4	6,4
España .....	-6,8	-4,5	-3,0	3,8	-5,4	-2,8	-1,5	3,9

Fuente: OCDE, *Economic Outlook*, junio 1997.

Francia del fondo de pensiones de France Telecom al Estado contado como un ingreso presupuestario —semejante a lo que el gobierno francés había vetado un año al portugués— o la revaluación del oro en el Banco Central alemán, —la “Operación Goldfinger”, que no ha sido abandonada, sino retrasada al año que viene (Italia se había adelantado en hacer lo mismo)— cuesta trabajo felicitar ya como si el éxito fuera permanente.

Afortunadamente, la reducción de los déficit y de la deuda es una condición de buena conducta introducida en el Tratado de Maastricht para convencer a la opinión alemana y a los mercados de que el euro será tan fuerte como el marco, pero no es un requisito económico real para el funcionamiento de la Unión Monetaria Europea.

Entiéndaseme bien. Estoy absolutamente a favor de reducir el déficit y la deuda pública por numerosas razones que no tienen que ver con la moneda única. Lo que digo es que, tanto el razonamiento económico, como el ejemplo de Bélgica y Holanda, muestran que es posible mantener fijo el tipo de cambio y padecer al mismo tiempo fuertes déficit y deuda.

Pero, en cualquier caso, si la reducción de los déficit públicos del período 1994–97 resulta en parte más efímera de lo que parece creer el optimista cálculo de la OCDE, ocurrirán dos cosas lamentables:

a) Los países que sobrepasen el 3 por 100 sufrirán las fuertes penalizaciones que prevé el Pacto de Estabilidad.

b) Se habrá perdido el efecto macroeconómico más importante y positivo del Tratado de Maastricht: la presión para poner en orden las finanzas públicas de los países europeos.

Por tanto, hay que extremar la cautela antes de cantar victoria y proclamar que ya estamos plenamente preparados para la moneda única los países

que no pertenecemos al área del marco (Alemania, más el Benelux y Austria).

Hay que recordar los fracasos que han cosechado en el pasado los optimismos y entusiasmos excesivos y sin base en la realidad. El primer sistema monetario europeo fracasó en 1972–73, poco después de su adopción. En 1990, un libro apologético de la Unión Monetaria, compuesto y editado por la Comisión Europea de Bruselas bajo el título *One Market, One Money*, decía en su página 12:

Aproximadamente la mitad de los países de la Comunidad Europea (Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Holanda, Irlanda y Luxemburgo) podrían proceder ahora ya [octubre de 1990] a constituir la Unión Económica y Monetaria, dado su grado avanzado de convergencia en inflación y en costes. A otros tres países —Italia, España y Gran Bretaña— les quedan todavía algunos ajustes, pero realizables con seguridad en unos pocos años. Los dos restantes países (Grecia y Portugal) tienen mayores ajustes que hacer, pero también podrían, con voluntad política, fijarse como objetivo la unión económica y monetaria, para la misma fecha que los del resto de la Comunidad.

Menos de dos años después, la falta de convergencia estable en precios y salarios entre países europeos, producía las tormentas monetarias de 1992 y 1993 —atribuidas, naturalmente, a las maldades y arbitrariedades de los especuladores— que obligaron a abandonar de facto el Sistema Monetario Europeo, al ampliar sus bandas del  $\pm 2,5$  por 100 al  $\pm 15$  por 100.

Hay que extraer las lecciones del pasado, huir del triunfalismo de los que creen que ya está todo resuelto, pues nos espera un esfuerzo extraordinariamente duro para la etapa próxima.

Mi preocupación se centra en si es suficiente y estable la convergencia alcanzada en precios y, también, la convergencia en una variable que no figura

entre los criterios de Maastricht, pero que me parece fundamental: los costes laborales unitarios.

Volveré a ello más adelante, después de hacer algunas observaciones sobre el crítico período de transición que va de mayo de 1998 a enero del 2002.

### III. UN PERÍODO CRÍTICO (MAYO 1998-ENERO 2002)

---

En mayo de 1998 el Consejo Europeo decidirá qué países están en condiciones de participar en la Unión Monetaria Europea, después de recibir un informe del Instituto Monetario Europeo (embrión del futuro Banco Central Europeo), y el Ecofin anunciará las paridades bilaterales entre las monedas de los países participantes, que quedarán irrevocablemente fijadas el 1º de enero de 1999.

Tres años después, el 1º de enero del 2002, las monedas nacionales desaparecerán, siendo reemplazadas por el euro.

Este período, entre mayo de 1998 y enero del 2002 y, aún más estrictamente, entre enero de 1999 y enero del 2002, se considera un período crítico para que el euro acabe convirtiéndose en la moneda única europea.

En efecto, durante esos tres años subsistirán las monedas nacionales y los bancos centrales tendrán el compromiso de cambiar sin límite unas por otras a los tipos prefijados. En este contexto se perfilan las siguientes amenazas:

1) Posibles divergencias de precios y salarios entre los países —mitigadas durante los pasados años de bajos crecimientos— que hagan que sus tipos de cambio nominales fijos se traduzcan en variaciones apreciables de los tipos de cambio reales, con consecuencias negativas para las balanzas de pagos.

2) La convergencia completa de tipos de interés a largo y a corto plazo, que ya se percibe y que se realizará definitivamente cuando queden fijados los tipos de cambio bilaterales, puede no corresponder a lo conveniente para un grupo de países que difieren notablemente en sus situaciones coyunturales. Ahora, por ejemplo, podría convenir a España, Italia, Bélgica y Francia que los tipos de interés fueran algo más bajos (puesto que su crecimiento potencial es dos puntos mayor que el realizado), mientras que a Holanda o a Irlanda, con crecimientos excesivos, les convendrían tipos más altos. Cuando todos los tipos de interés converjan a una media ponderada, resultará inconve-

niente por exceso o por defecto para los países que estén lejos de la media en situación cíclica. Esto no es sino una manifestación del hecho bien conocido de la desaparición del instrumento de la política monetaria para regular el ciclo económico de los países individuales pertenecientes a un área monetaria unificada. Lo cual implica la necesidad de alcanzar un sincronismo perfecto en los ciclos de todos ellos —no es imposible— o, en caso contrario, el aceptar fluctuaciones de mayor amplitud que cuando estaba disponible la política monetaria como instrumento regulador.

3) Hay un juego para los operadores de los mercados de divisas que es especialmente temible, porque es un juego en el que no se puede perder pero sí hay una probabilidad mayor que cero de ganar. Es el juego de convertir todas las tenencias monetarias en pesetas, francos, o liras etc., que no sean necesarias para transacciones, en marcos alemanes. Si los tipos fijados en mayo de 1998 resultan sostenibles a largo plazo, no se perderá nada con ello. Si no son sostenibles y la moneda única se fuera al garete entre enero de 1999 y enero del 2002, el marco se revaloraría y las otras divisas de devaluarían cada una en un  $x$  por 100, con lo que el jugador habrá ganado  $x$  por 100. Por consiguiente, el Sistema Europeo de Bancos Centrales deberá estar preparado para atender, con sangre fría, un posible gran aumento de la demanda de marcos y de la oferta de las otras monedas.

Estas amenazas y quizá otras pueden producir turbulencias y desajustes que lleguen a amenazar la viabilidad del proyecto de Unión Monetaria Europea, como ya hicieron naufragar el Sistema Monetario Europeo, por dos veces, en 1972-73 y en 1992-93. La última experiencia, en particular, debe habernos enseñado lo vano que es pretender imponerse contra la racionalidad de los mercados y equilibrios económicos fundamentales.

### IV. CONDICIONES PARA QUE LA ECONOMÍA Y LAS EMPRESAS DE UN PAÍS TENGAN ÉXITO EN LA UNIÓN MONETARIA

---

Supongamos que el proyecto de Unión Monetaria Europea ha superado el período crítico y que nos encontramos en el año 2002, con el euro circulando como moneda única en la mayor parte de Europa occidental.

¿Qué condiciones reales serán necesarias para que la restricción que supone abandonar los tipos de cambio como elemento de ajuste —sobreimpuesta a una economía como la europea ya previamente agarrada por rigideces sin cuento— no tenga un coste

elevado y permita una buena marcha micro y macroeconómica?

El determinar estas condiciones me parece el resultado más útil del debate teórico sobre las ventajas e inconvenientes de la moneda única y de sus prerequisites. Debate que, a pesar de que los partidarios incondicionales del euro lo consideraban ocioso, ha venido teniendo lugar en los dos últimos años más intensamente aún que en los anteriores.

Sigamos pues analizando los requisitos para que la Unión Monetaria sea beneficiosa quienes no tememos que el debate arrumbe ciertos mitos, sino que creemos que quizá gracias a éste podremos evitar errores graves.

Naturalmente esta actitud lúcida y racionalista es contraria al optimismo panglosiano —sincero o fingido— con el que algunos políticos vienen predicando la moneda única como la panacea, la piedra filosofal con que se curarán todos los males económicos europeos. Así el presidente de Francia Jacques Chirac decía, no más lejos del 12 de septiembre pasado: "Porque el euro será una moneda sólida será un acelerador de crecimiento y creará empleo" (*Le Monde*, 16 de septiembre de 1997).

Si esto fuera cierto habría que tirar los libros de economía que hemos estudiado, porque durante los últimos doscientos cincuenta años —desde que David Hume y Adam Smith inventaron la teoría económica— habríamos estado enzarzados torpemente en complejas consideraciones cuando la piedra filosofal estaba a mano: era la moneda única. Con sólo adoptarla creará todo lo bueno, sin mezcla de mal alguno: se expandirán el comercio y las inversiones, dejarán de ser una limitación las balanzas de pagos, los tipos de interés serán muy bajos, no padeceremos las incertidumbres de la inflación y se acelerará el crecimiento del PIB y del empleo.

Desgraciadamente tanta belleza no es creíble y los políticos responsables deberían huir de las presentaciones de tipo chiraquiano, que venden la esperanza de un fácil camino de rosas. Antes dije que la mayoría de los teóricos no involucrados en la política no lo creen, y tampoco otros involucrados en la política económica pero que conservan el respeto por la inteligencia de los ciudadanos, como queda de manifiesto en las citas que antes hice del Gobernador del Banco de España.

Pero no hace falta remontarse a las alturas teóricas para ver que la moneda única no resuelve casi todos

los problemas económicos importantes. Basta ver los ejemplos de la unificación monetaria del Este y del Oeste de Alemania, o cómo la unificación monetaria italiana y las transferencias inmensas del Norte al Sur de Italia, no han reducido la divergencia entre ambos, o cómo la ya antigua unión monetaria de las regiones españolas no reduce las enormes divergencias entre sus tasas de paro: éstas eran nada menos que de 17,7 puntos en 1988 (entre el 11,2 por 100 de Baleares y el 28,9 por 100 de Andalucía) y de 21,4 puntos en 1996 (entre el 11 por 100 de Navarra y el 32,4 por 100 de Andalucía).

Los problemas con que nos enfrentamos son más difíciles de lo que dicen los predicadores milagrosos. Para que la Unión Monetaria Europea sea sostenible y no nociva, hace falta una convergencia real mucho más estricta y más difícil aún de conseguir de lo que dejan ver los criterios de Maastricht.

En efecto, casi todos los partidarios de la moneda única se han limitado a analizar los *shocks* de demanda de exportaciones para concluir que los *shocks* asimétricos —esto es que afecten diferencialmente a unos países más que a otros— son poco probables, dada la estructura muy semejante del comercio exterior de los países europeos. Por tanto, bastaría mover el tipo de cambio exterior del euro para contrarrestar otros *shocks* simétricos.

Algunos autores —muy pocos, pero muy profundos— han analizado también, como debe hacerse, la posibilidad de *shocks* asimétricos por el lado de la oferta agregada, es decir el caso de desviaciones duraderas en precios de *inputs* productivos y, fundamentalmente, de los costes salariales.

En el notable trabajo de Bayoumi y Eichengreen "Shocking Aspects of European Monetary Integration" (1994, en Giavazzi y Torres, eds., *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, CEPR, Cambridge University Press) la conclusión fue que los *shocks* de oferta son mayores en magnitud y más asimétricos (menos correlacionados) entre regiones de Europa que entre los estados norteamericanos. Además confirmaban que el "núcleo" de la Unión Europea (Alemania, Francia, el Benelux y Dinamarca) constituían una subunidad en la cual los *shocks* de oferta eran del mismo orden de magnitud y de simetría que en los Estados Unidos. Su conclusión era que una unión monetaria limitada a ese núcleo era más aconsejable que otra más amplia.

En otro estudio reciente de Viñals y Jimeno ("Monetary Union and European Unemployment", *CEPS*

*Paper*, nº 68, abril de 1997) se consideran también los *shocks* de oferta y sus posibles efectos sobre el empleo. En él concluyen que las causas del desempleo europeo son estructurales y bastante comunes a todos los países, esto es, bastante simétricas. Por tanto, razonan, hay que atacar el desempleo con reformas profundas de las instituciones del mercado de trabajo y los *shocks* transitorios de oferta no tendrán sino efectos temporales y, en todo caso, no hubieran podido corregirse aunque mantuviéramos la flexibilidad del tipo de cambio.

En mi opinión, es cierto que hay razones estructurales para que el paro en Europa haya alcanzado altos porcentajes respecto a la población activa: mayor rigidez salarial respecto a las oscilaciones cíclicas de la coyuntura, que ha generado un crecimiento a largo plazo de los costes laborales unitarios sustancialmente mayor que en los Estados Unidos. En España, además de lo anterior, hay otros factores estructurales por el lado de la oferta de trabajo: la fuerte salida de trabajadores del sector agrícola y la rápida incorporación de mujeres a la fuerza de trabajo que se ha producido en los últimos veinte años y que, en el resto de Europa, se desarrolló a lo largo de un período mucho más dilatado (de al menos cincuenta años). Hay coincidencia casi general entre los analistas en que la rigidez laboral es causa de un alto nivel estructural de paro (eleva el NAIRU) y que debe ser contrarrestada reduciendo cargas no salariales que aumentan el coste laboral, acercando más al nivel de empresa la negociación colectiva y reduciendo con medidas normativas la segmentación del mercado de trabajo entre *insiders* (los que tienen trabajo con contrato indefinido) y *outsiders* (los parados o los contratados temporalmente). Por otra parte, parece difícil en España hacer otra cosa respecto a los factores mencionados que aumentan la oferta de trabajo —y que son positivos en sí mismos— que esperar a que esos flujos se desaceleren de modo natural, como ya está ocurriendo lentamente.

Sin embargo, discrepo de las dos últimas conclusiones de Viñals y Jimeno que he citado.

Por una parte, los *shocks* transitorios pueden tener un efecto muy duradero sobre la tasa de paro, como es evidente considerando el efecto de una reducción transitoria del flujo de creación de empleo, sin una reducción de igual magnitud del flujo de incremento de la población activa por factores como los que antes cité (salida de trabajadores del campo e incorporación de mujeres a la población activa, menos sensibles a la coyuntura). Ello embalsa un volumen de paro, que sólo se reabsorbe lentísimamente cuando

vuelven a ser normales los flujos de entrada y salida. Esto es lo que ocurrió con las crisis del petróleo entre 1974 y 1985 (mientras la creación de empleo cayó un 16 por 100, la población activa femenina creció un 15 por 100) o en 1991–94, cuando se destruyeron 293 mil empleos al año, mientras la población activa crecía en 132 mil personas al año. Por tanto, parece muy importante evitar *shocks* temporales fuertes sobre el empleo, y para ello es necesario mantener un nivel adecuado de competitividad y de demanda exterior, pues un nivel de competitividad (esto es, un tipo de cambio real) mayor permite equilibrar la balanza de pagos con un nivel de paro menor. Además, si pasamos de los períodos corto y medio de la macroeconomía coyuntural al largo plazo de la teoría neoclásica del crecimiento, es obvio que el PIB crece con todos los factores que impulsan la demanda y, entre ellos, el superávit exterior. Sobre la importancia de esta demanda externa para el crecimiento del PIB, dan un orden de magnitud los datos para Alemania y Francia en el primer semestre de 1997, que di en la introducción.

Por tanto, veo como muy importante que, al fijar irreversiblemente (¡para siempre!) los tipos de cambio nominales entre once países europeos tan diversos, no se produzcan variaciones asimétricas o diferenciales entre sus tipos de cambio reales. Y esto puede ocurrir por dos tipos de *shocks* de oferta: una desviación autónoma y duradera, bien de los precios relativos bien de los costes laborales unitarios.

A) Una divergencia en los precios de los bienes comercializables internacionalmente de un 1,5 por 100, que parece permitida por los criterios de Maastricht, si se alarga en el tiempo, supone una revaluación del tipo de cambio real del 9 por 100 en cinco años, que deterioraría la balanza de pagos por cuenta corriente y, por tanto, el crecimiento y el empleo. Al no existir la variación del tipo de cambio para ayudar, la variable de ajuste sería menor empleo y más paro. De hecho, los países que ya han tenido una experiencia larga y suficiente de mantener su tipo de cambio fijo con Alemania y que son los del que antes llamaba “núcleo duro” (Francia, Benelux y Austria), han tenido desviaciones medias de su tipo de cambio que no han superado el 0,5 por 100, esto es, muy inferiores al 1,5 por 100 de Maastricht.

B) En segundo lugar, no sólo cuentan los precios relativos, sino los costes laborales unitarios (CLU) —que miden la relación entre los salarios y la productividad— para que las empresas de un país puedan competir con los otros y mantener o aumentar el empleo. Si hay divergencia al alza en los CLU, el beneficio por unidad de producto de las empresas se redu-

irá y también caerá su capacidad de invertir y de competir internacionalmente, con consecuencias obvias para el crecimiento y el empleo. Y esta condición de convergencia en CLU es aún más difícil de cumplir que la anterior de convergencia casi total en las tasas de inflación:

— porque implica un ajuste más fino entre los salarios y las productividades, que son más menos visibles que los precios;

— porque no hay una presión tan directa e inmediata a la convergencia en CLU, como la tendencia al precio único de las mercancías que introduce el comercio internacional.

En España, históricamente, la evolución de los CLU relativamente a los europeos, ha presentado una desviación sustancialmente mayor que la de los precios. Sobre un índice relativo de 100 para 1985, los CLU relativos eran de 122 en 1992, mientras que los precios relativos habían divergido hasta el 117. En el período que va desde 1990 al primer semestre de 1997, mientras que el consumo relativo España-Unión Europea sólo ha crecido en media un 1,4 por 100 anual, el índice de CLU relativos ha crecido un 2,4 por 100 anual. Hemos venido compensando esta divergencia con la depreciación del tipo de cambio, pero eso ya no será posible a partir de 1999. Ha hecho muy bien el Ministerio de Economía y Hacienda, hace unos días, al advertir lo siguiente:

Este incremento de los costes laborales unitarios (2,2 por 100) es prácticamente el doble (más un punto) que el que están registrando los países de la Unión Europea en conjunto, lo que supone una pérdida de competitividad frente a ellos considerable. Este comportamiento es una constante desde la entrada de España en la CE: desde 1986 España ha registrado avances de los costes laborales unitarios siempre superiores a los de la media de la UE, el punto de que únicamente por esa vía se habría perdido una gran brecha de competitividad. La acumulación de diferenciales de crecimiento de los costes laborales unitarios desde 1986 hasta ahora sería de 19,6 puntos (*Cinco Días*, 13 de septiembre de 1997).

Naða menos que estas dos son las condiciones de estricta convergencia que deberán esforzarse por cumplir las empresas y los trabajadores españoles para que sea un éxito nuestra incorporación a la Unión Monetaria: hacer coincidir en promedio temporal las tasas de crecimiento de los precios y de los costes laborales unitarios con las correspondientes medias de la Unión Europea.

## V. SIGNIFICADO E IMPORTANCIA DEL ÉXITO DE LA UNIÓN EUROPEA

Soy un defensor convencido del proyecto político y económico de una Europa unida.

En el aspecto económico, y hasta el proyecto de la moneda única, la Comunidad Europea ha impulsado la racionalidad según la concibe la inmensa mayoría de los estudiosos de la economía:

- libertad de comercio y no discriminación
- libertad de circulación de trabajadores
- libertad de circulación de capitales
- libertad de cambio de unas monedas en otras
- aproximación creciente de los sistemas tributarios

(Lamento no poder incluir en esta lista de "razonables" a la política agraria común).

En el aspecto político, veo en una Europa unida un antídoto contra algo que, a mi juicio, ha operado como uno de los factores más devastadores del siglo XX: ese tipo de nacionalismo que los franceses motejan despectivamente de "chovinista" —pero que tan bien practican, tanto con la monarquía capetiana como con las repúblicas— y que en España llamaba Valle-Inclán "patriotismo cabileño". Creo que el sentimiento de pertenecer al ámbito humano europeo que inventó la filosofía, la ciencia y la democracia, puede ser especialmente útil para superar el ensimismamiento nefasto de los pueblos ibéricos, que nos ha tenido apartados de la corriente principal del mundo moderno, paradójicamente desde que se constituyó el llamado "Imperio Español". En Europa, debemos alejarnos de los delirios románticos de Herder y de sus muchos seguidores de los últimos dos siglos, que exaltan lo peculiar y confunden la cultura con el folclore, esto es, lo que tiene valor universal y de progreso con lo que tiene sólo interés íntimo y arqueológico. La personalidad de los pueblos, como la de los individuos, vale por lo que aportamos al acervo común y no por la agresividad con que nos sentimos distintos y somos capaces de distanciarnos de los otros. La autoafirmación excesiva del ego de las etnias, de los pueblos o de las naciones, como la del ego individual, no denota fuerza sino complejo de inferioridad, miedo a competir y egoísmo antihumanista. Y como hemos experimentado este siglo terrible, son el mejor caldo de cultivo de la violencia y de la discriminación hacia el exterior y hacia el interior.

Reconozco que en los malos momentos, cuando veo la fuerza que tienen todavía los aspectos tribales y centrífugos y sus efectos, ya sean los espantosos de los Balcanes ya sean los ridículos de los demagogos de la Padania, en esos malos momentos, deseo que se vaya aún más lejos que la Unión Europea actual, que se llegue a la Federación de Estados Europeos y que desaparezcan las soberanías nacionales y, en esos momentos, apoyaría cualquier proyecto económico que fuerce esa unidad, sean cuáles fueren sus implicaciones económicas.

Pero no nos dejemos llevar por los momentos más pesimistas y por las huidas hacia adelante.

La gran construcción de la Unión Europea será tanto más fuerte cuanto más racional, cuanto más democrática y cuanto más exitosa en lo económico, porque más útil para los ciudadanos que hoy padecen la peor injusticia imaginable: la de estar excluidos de trabajar.

He procurado exponerles, con crudeza, las condiciones difíciles para que la economía española y los trabajadores y las empresas no se vean perjudicados por la moneda única, que es el proyecto más arriesgado y más discutible de los emprendidos por la Comunidad y por la Unión Europea. Como dije al empezar, es casi seguro que ese proyecto —la Unión Monetaria— arrancará dentro de poco más de un año y que España se incorporará a él.

Mi más ferviente deseo es que esa incorporación sea un éxito total y que la economía española siga ganando posiciones relativas respecto al resto de Europa, como hizo —en la economía— antes de las crisis del petróleo y como viene haciéndolo después de ellas. Los actores principales de esos éxitos han sido siempre los trabajadores españoles, ya fueran asalariados o empresarios y accionistas que asumen riesgos, y después los gobiernos. Con la unión monetaria, el protagonismo de los gobiernos va a ser menor, al desaparecer la política monetaria y el tipo de cambio autónomos y quedar muy limitado el margen de la política presupuestaria, aunque quedará la tarea muy importante de adaptar las leyes y reformar las instituciones, ahora ya con un margen mínimo para la demagogia.

Pero el protagonismo, casi absoluto, lo van a tener ahora los trabajadores asalariados y los empresarios. Me gustaría que lo que he dicho hoy pudiera servir un poco para que todos los ciudadanos asumiéramos mejor esa responsabilidad y alcanzáramos el éxito en el difícil proyecto en el que estamos inmersos.

#### NOTA

(1) La hipótesis "oficialista" europea de que eso es porque los Estados Unidos temen la competencia que pueda el euro hacer al dólar sólo la pueden sostener los que ignoran la independencia de pensamiento de los mejores teóricos de las universidades norteamericanas.



# La información y los mercados financieros

Alfredo Pastor

## INTRODUCCIÓN

No vale la pena insistir en que, en la actividad diaria de una entidad financiera, y, en particular, en las áreas de gestión de tesorería, inversiones y mercado de capitales, disponer de buena información es una de las claves del éxito. Es igualmente obvio que el progreso técnico ha elevado a nuevos órdenes de magnitud tanto la cantidad de datos a los que es posible acceder como la capacidad de tratarlos a gran velocidad y con poco esfuerzo. Y, sin embargo, no parece que esos progresos hayan simplificado la existencia del gestor; más bien lo contrario: estadísticas recientemente publicadas —más información— parecen sugerir que el trabajo del gestor de fondos en un mercado global está a punto de alcanzar un grado de peligrosidad comparable al del minero del carbón; y, por otra parte, la reciente evolución de los mercados del Sudeste asiático nos recuerda que no estamos al abrigo de las sorpresas ni siquiera cuando se trata de problemas de fondo que hubieran debido ser detectados con mucha antelación.

Las reflexiones que suscita la relación entre información y gestión en los mercados financieros son muy complicadas; el propósito de esta nota es comparativamente modesto, por no decir insignificante: trataremos de esbozar un marco general que permita al gestor situar el papel de la información en el proceso global de decisión, para ayudarle quizá a distribuir sus recursos de tiempo, dinero y energía mental de acuerdo con lo que a él debe verdaderamente importarle: el resultado de sus decisiones. Este punto de vista permite extraer, a mi juicio, tres conclusiones, que anticiparé para ahorrar trabajo a un lector no interesado en el asunto: primera, que la información no es todo, y, en muchos casos, no es siquiera el punto más débil de la cadena de razonamientos

que lleva a la decisión final. Segunda, que no todo lo que llamamos información lo es en el sentido literal del término. Tercera, que un proceso de decisión bien construido en el área de la gestión de fondos puede involucrar a toda la organización de una entidad financiera.

## UN MARCO GENERAL PARA LA TOMA DE DECISIONES

Desde hace aproximadamente medio siglo se concibe la toma de decisiones en un contexto de incertidumbre como un juego entre dos actores: el decisor —que es, en nuestro caso, el responsable de la gestión de fondos— y la Naturaleza, de tal modo que el resultado para el gestor depende conjuntamente de las decisiones que él tome —sus jugadas— y de los estados que adopte el mundo exterior —en nuestro caso, la actividad económica y los mercados financieros— que son las jugadas de la Naturaleza. El cuadro núm. 1 ilustra ese enfoque en el caso que nos ocupa: el resultado de la gestión, por ejemplo, en el mercado de divisas, depende de lo que el gestor decida hacer —comprar o vender la propia moneda— y de lo que el mercado de cambios haga —en forma de una apreciación o depreciación del tipo de cambio.

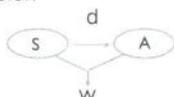
Si el gestor supiera, en el momento  $t$ , qué iba a hacer la Naturaleza, la regla de decisión sería muy sencilla, tal como aparece en el cuadro; aunque se complicaría mucho, por ejemplo, si existieran muchos activos o estuviéramos pensando en muchos períodos, con subidas y bajadas de las variables relevantes. Esto es algo que vale la pena mencionar aquí, para que no vayamos a creer que toda la dificultad del problema está en que no sabemos qué va a hacer la Naturaleza; de esto último nos ocupamos a continuación.

CUADRO NÚM. 1  
EL MARCO GENERAL

Problema: en el momento t, tomar una decisión para un período futuro, t+1

Mercado	Estados de la naturaleza, S	Acciones posibles, A	Decisión D	Resultado W
R. fija	$\Delta i = i_{t+1} - i_t$	Comprar (C) Vender (V)	Si $\Delta i > 0$ , V Si $\Delta i < 0$ , C	
R. variable	$\Delta y = y_{t+1} - y_t$	C, V	Si $\Delta y > 0$ , C Si $\Delta y < 0$ , V	
Divisas	$\Delta e = e_{t+1} - e_t$	C, V	Si $\Delta e > 0$ , V Si $\Delta e < 0$ , C	

i: es el tipo de interés a largo,  
y: es el PIB real,  
e: es el tipo de cambio ptas/divisa:  
 $\Delta e > 0$  indica depreciación



d es una regla de decisión que dicta la acción a tomar para cada estado de la Naturaleza

## EL PROBLEMA DE LA ESTIMACIÓN

Lo que convierte el problema anterior en un problema estadístico es que, en el momento t, no es posible observar el estado de la Naturaleza en el momento posterior. El que el estado de la Naturaleza no sea observable suele tener que ver con que el estado que nos interesa está en el futuro y, por consiguiente, no se ha producido cuando hay que tomar la decisión. Pero no siempre es así: a veces el estado ya se ha producido, pero no lo sabremos hasta mucho más tarde —esto es lo que ocurre con los datos de la Contabilidad Nacional, que son conocidos con muchos meses de retraso; a veces el estado, sencillamente, no es observable —como ocurre cuando lo que nos interesa saber es lo que piensa la gente— y hay que guiarse siempre por indicaciones. Sea como fuere, cuando el estado no es observable se convierte, a efectos prácticos, en una variable aleatoria con una distribución de probabilidad; y lo más que podemos hacer es tratar de situar esa distribución de probabilidad con ayuda de variables observables que relacionamos con el estado de la Naturaleza mediante un modelo: con ello el estado de la Naturaleza pasa a ser susceptible, no de conocimiento exacto, pero sí de estimación estadística. El cuadro núm. 2 da un ejemplo bien conocido de este procedimiento.

La expresión [1] nos dice que la probabilidad de que la Naturaleza adopte un determinado estado en el período t+1 depende de los valores que adopten ciertas variables que podemos observar en el período t. Si, por ejemplo, queremos saber qué hará el tipo de interés a corto la semana que viene, podemos partir del tipo actual y corregirlo según la evolución proba-

CUADRO NÚM. 2  
EL PROBLEMA DE LA ESTIMACIÓN

$$P(S_{t+1} = s_{t+1}) = f(x_t) \quad [1]$$

Donde  $X_t$  es observable en el momento t. Por ejemplo,

$$i_{t+1} = i_t + h(\dot{p}_{t+1} - \dot{p}^*)$$

$$\dot{p}_{t+1} = \dot{p}_t + k(y_{t+1} - y^*) + \varepsilon_t \quad [2]$$

Donde:  $i$  es el tipo a corto,  
 $\dot{p}_t$  la inflación en el período t,  
 $\dot{p}^*$  el objetivo de inflación,  
 $y^*$  el crecimiento potencial del PIB,  
 $\varepsilon$  un término de error.

ble de la inflación, ya que el Banco central influirá sobre los tipos a corto si observa desviaciones entre la inflación real y su objetivo. Si no sabemos cuál va a ser la inflación futura, podemos ponerla en función de la desviación entre el crecimiento real del PIB y el crecimiento potencial, o velocidad de cruce de la economía, ya que una economía no puede crecer indefinidamente por encima de su potencial sin que, tarde o temprano, suban los precios: así, las dos ecuaciones [2] constituyen el modelo por el que trataremos de estimar el tipo de interés a corto de la semana que viene a partir de lo que sabemos hoy.

Naturalmente, la incertidumbre tiene un precio. En nuestro caso, viene dado por el error de estimación: tomaremos nuestra decisión como si el verdadero estado de la Naturaleza fuera a ser el que hemos estimado, mientras que el resultado de nuestra gestión dependerá del estado que la Naturaleza adopte, que, en general, no coincidirá con nuestra estimación. La expresión del cuadro núm. 3 nos indica dónde está el problema.

Todo ello nos permite llegar a nuestra primera conclusión: la información (las variables X en nuestro caso) no lo es todo. Es posible adoptar malas decisiones por una o varias de las siguientes razones:

- porque la información no sea buena;
- porque el modelo no sea bueno;
- porque la regla de decisión —la del cuadro núm. 1— no esté bien especificada;
- o porque la función de resultados, W, no sea la apropiada.

## ¿QUÉ ES INFORMACIÓN?

El juego entre el estadístico y la Naturaleza tiene sus reglas, que no son las mismas que las de otros

juegos de estrategia, como el tres en raya o el dilema del prisionero: si el estadístico tiene una función de resultados —la W del cuadro núm 1—, la Naturaleza no: no tiene, por consiguiente, interés en ocultar información, o en dar informaciones falsas. Ahora bien, estas reglas resultan plausibles si lo que el estadístico desea es estimar, por ejemplo, una función de consumo —que puede servirle luego como base para predecir la evolución de los precios de las acciones de las empresas de alimentación—, ya que en la estimación empleará variables como el PIB, la pirámide de edades o la evolución de los salarios, elaboradas todas por respetables oficinas estadísticas sin ánimo de engañar a nadie. Pero ¿ocurre lo mismo con otras informaciones que el gestor de fondos necesita? Si acaba de leer que el Presidente del Federal Reserve System se alarma por cierta exuberancia irracional en los mercados de renta variable ¿deberá tomar eso como un aviso de una subida inminente del tipo de interés a corto en Estados Unidos? O, por el contrario, ¿deberá pensar que el Presidente del Fed sólo quiere meterle el miedo en el cuerpo para ahorrarse así tener que subir los tipos? Si la Prensa alemana publica un mal dato de inflación en Baviera y se lo achaca al precio del plátano ¿tiene eso que ver con las intenciones del Bundesbank, o con el hecho de que los alemanes, grandes consumidores de plátano, quieren beneficiarse de un acceso mejor al plátano de América Central? Cuando lee en un folleto del departamento de estudios de una gestora rival que el potencial de las acciones de empresas mineras está por descubrir ¿debe tomarse eso al pie de la letra, o como se toma la sugerencia de un plato “fuera de carta” por parte de un *maître*? El cuadro núm. 4 trata de sistematizar estas posibilidades.

Como se ve, sólo la información procedente de las oficinas estadísticas se ajusta a las reglas de nuestro juego particular: aquéllas no tienen otro objetivo que proporcionar una información veraz, y la estrategia que siguen para lograrlo es, sencillamente, la de someterse a reglas de todos conocidas para la extracción y tratamiento de sus datos. Para los demás, autoridades monetarias y económicas y otros agentes, como departamentos de estudios de la competencia, dar información no es un objetivo primordial, y, en aquellos casos en

CUADRO NÚM. 3  
ERROR DE ESTIMACIÓN

Información	Estimación	Acción	Resultado
X	$S^e$	A	W
$X_t$	$S^e_{t+1}$	$a_{t+1} = d(S^e_{t+1})$	$W(s_{t+1}, a_{t+1})$

El error de estimación se traduce en que:  $d(S^e_{t+1}) \neq d(S_{t+1})$

CUADRO NÚM. 4  
EMISIONES DE REFORMACIÓN, OBJETIVOS Y ESTRATEGIAS

	Oficinas estadísticas	Autoridades monetarias	Otros agentes
Objetivos	Dar información veraz	Estabilidad precios Tranquilidad mercados	Resultados Cuota mercado (prestigio)
Estrategias	Reglas públicas	Información selectiva Avisos Ambigüedad Desorientar	Recomendaciones interesadas Tranquilizar Información selectiva

que decir toda la verdad puede entrar en conflicto con sus objetivos propios —causando, por ejemplo, un pánico en los mercados— uno puede esperar que la información sea selectiva. Incluso es posible que la estrategia seguida —por ejemplo, para desalentar la especulación— consista en desorientar al gestor: en ello es el Bundesbank *passé maître*.

La existencia —y abundancia— de esa información que no lo es en sentido estricto plantea un dilema interesante que sólo es posible esbozar aquí: por una parte, los objetivos de las entidades no estadísticas son legítimos, y ello justifica que no siempre hagan público todo lo que saben; sin embargo, una información completa y veraz es una condición para un bien público como es el buen funcionamiento de los mercados —y de ahí la insistencia de las autoridades supervisoras en una adecuada publicidad de los datos de las empresas cotizadas. Siendo esto así ¿hasta dónde obliga la necesidad de mantener ese bien público a las entidades no estadísticas? Sin que se me ocurra una respuesta definitiva, lo cierto es que la tendencia parece inclinarse a favor de una mayor transparencia de la información; y es, por consiguiente, concebible que el analista no haya de romperse tanto la cabeza en el futuro para descifrar los significados ocultos de lo que lee en los periódicos, ni en saber cuál es la función de reacción de su Banco central.

## LA IMPORTANCIA DEL MODELO

Recordemos que no acaban aquí los quebraderos de cabeza del gestor: tiene que asegurarse de que las relaciones que ligan las variables que puede observar con los estados de la naturaleza, de los que, en fin de cuentas, depende su *bonus* de final de ejercicio, son sólidas y estables. El cuadro núm. 5 sugiere que esto no puede darse por descontado.

CUADRO NÚM. 5  
UN MODELO



En resumen:  $e(i_t, \gamma_{t+1}) < 0$   
 $i_t$  es el tipo de interés a corto,  
 $\gamma_{t+1}$  es el rendimiento de la renta variable,  
 $\rho$  es el coeficiente de correlación.

El modelo del cuadro núm. 5 fue empleado comúnmente para predecir la evolución de los rendimientos de las acciones a partir de los movimientos de los tipos a corto: se suponía que una elevación de los tipos a corto iba asociada a un aumento de la inflación, y éste a un menor ritmo de crecimiento del producto nacional, que, a su vez, solía acarrear un menor rendimiento de las acciones. Como es bien sabido, el modelo iba dando resultados aceptables hasta que, en 1989, los tipos a corto y los rendimientos de las acciones empezaron a subir a la vez. Desde entonces, el uso de los tipos a corto como variable de predicción de los rendimientos de la renta variable ha perdido popularidad. Como se ve, un modelo tan sencillo como el anterior presenta, por lo menos, dos limitaciones importantes: en primer lugar, sirve más para predecir el final de una fase expansiva que el de una recesión; en segundo lugar, sólo tiene en cuenta el movimiento cíclico, y ello es, para estrategias de inversión a más largo plazo, completamente insuficiente. Naturalmente, hay modelos más complejos, algunos de los cuales llegan incluso a dar resultados plausibles de vez en cuando; pero ninguno resulta satisfactorio durante mucho tiempo.

## ACONTECIMIENTOS EXTRAORDINARIOS

Además, un modelo no puede pretender más que aproximar un cierto orden subyacente en las cosas: cuando ese orden se perturba, así sea ligeramente, los modelos presentan serias limitaciones, como puede averiguar cualquiera que compare la lógica aplastante del enfoque estructural de los modelos econométricos con la mala calidad de sus predicciones. Pero es que, a veces, ese orden se perturba profundamente, y en esos casos los modelos pueden ser peor que nada. Recordemos sólo tres consecuencias de esos acontecimientos extraordinarios:

— Se producen más a menudo de lo que uno pensaría; y, en particular, mucho más a menudo de lo que sugiere la hipótesis de normalidad de las perturbaciones: es lo que se suele llamar el fenómeno de las co-

las gruesas (*fat tails*) de la distribución. Por consiguiente, la hipótesis de normalidad nos puede llevar a incurrir en grandes pérdidas no esperadas.

— Suelen ir asociados a cambios, de magnitud e incluso de signo, de algunas correlaciones que son estables en épocas normales; así ocurre, tanto en los mercados de renta variable como en los mercados de divisas, en situaciones de crisis.

— Pueden provocar fenómenos de contagio, que dan al traste con una estrategia de diversificación entre mercados.

¿Qué hacer? Uno puede pensar en refinar los modelos: aunque en esta dirección los rendimientos decrecientes no deben estar lejos, quizá puede completarse el análisis con el estudio de algunos escenarios alternativos. Por otra parte, uno puede tratar de aguzar la intuición y atender a aquellos signos no escritos que anuncian las grandes calamidades, o los grandes períodos de bonanza. Este es un camino interesante, pero peligroso: en efecto, cada crisis tiene su héroe, aquél que supo preverla y actuó en consecuencia; pero cada héroe tiene su crisis, y suele quedar en el pelotón a la siguiente; lo cual sugiere que los acontecimientos extraordinarios pueden ser verdaderamente imprevisibles, y que lo mejor que uno puede hacer es diseñar una estrategia que lo ponga a salvo de ellos, para bien y para mal; pero esto ya no tiene que ver con el modelo, sino con la función de resultados, la W: uno no puede pretender aprovecharse de las crisis sin correr el riesgo de arruinarse con ellas.

## LA FUNCIÓN DE RESULTADOS

Algunos autores piensan que no es difícil analizar los riesgos catastróficos, pero que eso no se hace porque la organización no se presta a ello: la gestión del riesgo se centra a menudo en el *trading risk*, sin prestar atención al riesgo de inventario, que puede quedar afectado por un error en las coberturas derivado de un error en el modelo; y ello ocurre, justamente, porque el riesgo de inventario sólo se pone de relieve cuando pasa algo serio. La buena gestión del riesgo se extiende, por consiguiente, a todo el balance; y por ende a toda la organización.

Hay otra razón por la que la función de resultados de la gestión del riesgo debe ser la de toda la organización: ni la información, ni los modelos son patentables, aun suponiendo que fueran muy buenos; una buena información y una superior capaci-

dad de análisis dan a una entidad financiera una ventaja a lo sumo temporal: tarde o temprano es alcanzada por la competencia. Pero el resultado de la gestión tiene otro componente: ¡los costes! Es perfectamente posible —y, para los apóstoles de los mercados eficientes, absolutamente evidente— que la mejor estrategia para una entidad financiera interesada en lograr unos márgenes elevados y estables sea no tanto fiarse de una capacidad excepcional para abordar el futuro, como concentrar buena parte de sus esfuerzos en lo que cualquiera puede hacer mediante la práctica asidua de las virtudes del honrado comerciante: mantener sus costes por debajo de los de la competencia.

#### REFERENCIAS

- BENNING, C. (1997), "Prediction Skill of Real-World Market Timers", *Journal of Portfolio Management*, Winter, 55-63.
- BOOKSTABER, R. (1997) "Global Risk Management: Are We Missing the Point?", *Journal of Portfolio Management*, Spring, 102-107.
- LANDER, J., y ORPHANIDES, A. (1997), "Earnings Forecasts and the Predictability of Stock Returns", *Journal of Portfolio Management*, Summer, 24-35.
- LEE, W. (1997), "Market Timing and Short-Term Interest Rates", *Journal of Portfolio Management*, Spring, 34-46.
- ROMA, A., y TOROUS, W. (1997), "The Cyclical Behavior of Interest Rates", *Journal of Finance*, LII, 4, 1519-43, septiembre.



# El futuro de los mercados de renta fija

Francisco Oña Navarro

La implantación de la Unión Monetaria Europea (UME) supondrá modificaciones importantes en la estructura de los mercados de los países componentes de la Unión y, consecuentemente, en la actividad y estrategia financiera de los diversos agentes que intervienen en los mismos.

Frente a la opinión, más o menos extendida y a veces interesada, que prevé la concentración de los mercados financieros nacionales en una o dos plazas europeas, hay que decir, primero, que el proceso de construcción de la UME será complejo y dilatado en el tiempo y, segundo, que no existe ni está definido un modelo para la estructura global de los mercados.

En los últimos meses, tanto por parte de algunos organismos rectores de los mercados como de varios de los principales agentes, se han registrado los primeros movimientos y propuestas a los efectos de tomar posiciones de cara al futuro. Los acuerdos entre DTB y SOFFEX, la toma de participación de la SBF en relación con el MATIF, la firma de un protocolo entre los mercados alemán y francés, los cambios de sede de las salas de contratación de alguna de las principales entidades financieras, han puesto de manifiesto en su generación, reacción y contradicciones, las dificultades de los procesos de concentración y la importancia del factor nacional en el tratamiento de estas propuestas.

En esta situación, desde el punto de vista de los intereses españoles parece poco prudente adoptar posiciones abandonistas y, por el contrario, parece razonable apostar por el mantenimiento de la localización de los mercados españoles, sobre la base de incrementar la eficacia de su funcionamiento que, por otra parte, mantiene niveles satisfactorios en comparación con los países de nuestro entorno.

En mi opinión, independientemente de un cierto grado de concentración en la negociación de produc-

tos muy concretos y homogéneos, como podría ser el mercado de divisas y el de Futuros y Opciones sobre Deuda Pública, el modelo basado en una estructura descentralizada con la existencia de canales de interconexión, fundamentalmente en los sistemas de compensación y liquidación, va a ser el que se implante al menos por un largo período de tiempo; por tanto, el futuro de los mercados en España va a depender de la voluntad y del éxito de las iniciativas que se acometan por los agentes del mercado, entre los que incluyo las entidades financieras, los emisores, los inversores institucionales, los organismos rectores y supervisores y las autoridades económicas y monetarias.

Me voy a referir, a partir de ahora, exclusivamente a los mercados de renta fija. En mi opinión la necesidad de desarrollo de este Mercado y la importancia de su localización en nuestro país, no constituye sólo una cuestión de mantenimiento de la estructura organizativa ni tan siquiera de la riqueza generada a través del valor añadido que aporta la industria de valores en su conjunto, aspectos ambos que ya son importantes. La necesidad de este desarrollo proviene fundamentalmente del papel que el Mercado deberá jugar en el futuro como vía de financiación del sector privado y, como consecuencia de ello, de garantía del crecimiento económico.

En la configuración del modelo económico que se ha establecido en la Unión Europea, y más concretamente en España, me interesa destacar tres aspectos por su especial incidencia en los mercados de valores:

- La limitación del papel del sector público.
- La concentración del ahorro en fórmulas de inversión colectiva, y
- La confianza en el sector privado como motor de desarrollo y, por tanto, la necesidad de cobertura de sus necesidades de financiación.

**CUADRO NÚM. 1**  
**VALORES DE RENTA FIJA EN ESPAÑA**  
(Saldos vivos. En millones de pesetas)

Mercado	RENTA FIJA PRIVADA	SECTOR PÚBLICO				TOTALES
		Estado	CC.AA.	O. Públicos(b)	Matador	
AIAF Mercado de Renta Fija . . . . .	2.366.246	-	258.533	487.007	1.309.700	4.421.486
Bolsa de Madrid (Mercado Electrónico)(a) . . .	1.276.954	11.266	10.000	560.000	1.326.580	3.184.800
Bolsa de Barcelona . . . . .	25.086	-	368.835	79		394.000
Bolsa de Bilbao . . . . .	51.334	-	297.666	70.000		419.000
Bolsa de Valencia . . . . .	22.852	-	53.979	170		77.000
Central de Anotaciones . . . . .	-	38.557.534	1.005.520	1.214.147		40.777.200
Totales . . . . .	3.742.472	38.568.800	1.994.532	2.331.403	2.636.280	49.273.486

Datos al 31/12/97 (Provisionales).

(a) Incluye los saldos totales en el Mercado Electrónico del conjunto de las Bolsas.

(b) O. públicos incluye Corporaciones Locales, Otros Organismos Públicos y Entidades Estatales (ICO,INI,RENFE,RTVE,CSI,...).

Una de las consecuencias de la aplicación del Tratado de Maastricht y el Pacto de Estabilidad de Dublín, ratificada posteriormente en el Tratado de Amsterdam, ha sido la reducción de los déficit públicos estatales y, por ende, su menor apelación de fondos a los mercados para la cobertura de este déficit.

En la actualidad, el saldo vivo de títulos del Tesoro Público asciende a 38,5 billones de pesetas que, unido a los casi 2 billones de saldo vivo de la deuda de las diferentes Comunidades Autónomas, suponen más del 80 por 100 del total de *stocks* de valores de renta fija admitidos a cotización en los mercados españoles.

El mantenimiento, en el futuro, del control de los déficit públicos supone a estos efectos la estabilización en términos reales de estas cifras, que en los próximos cinco años se verá incrementada probablemente en cifras no superiores a los 12 billones de pesetas.

Por su parte, el ahorro en España ha experimentado un fuerte incremento acompañado sobre todo de un radical trasvase desde los diferentes pasivos bancarios a fórmulas de inversión colectiva, y ello tanto por razones fiscales como de sofisticación y complejidad de los mercados.

El saldo conjunto de las diferentes Instituciones de Inversión Colectiva (FIAMM, FIM, Fondos de Pensiones y fórmulas de ahorro vida e inversión de las Compañías de Seguros) supera en la actualidad los 30 billones, y los crecimientos previstos para los próximos años presentan tasas espectaculares, que suponen situar su crecimiento neto en el entorno de los 45-50 billones de pesetas.

Adicionalmente, las exigencias normativas de estas instituciones de inversión colectiva implican que el

activo o inversiones de las mismas esté compuesto fundamentalmente por valores negociables.

Respecto a la financiación del sector privado, el primer hecho relevante a nuestros efectos lo constituye la estructura empresarial española caracterizada fundamentalmente por el predominio de la pequeña y mediana empresa. En este sentido, si bien es preciso incrementar el número de emisores o empresas con acceso a los mercados de capitales, su límite viene marcado por las características de volúmenes mínimos que exigen las emisiones de valores.

Sin duda, el papel de las entidades financieras en la financiación del sector privado, y sobre todo de la pequeña y mediana empresa, es clave, tanto por su cercanía como por el conocimiento del riesgo crediticio; sin embargo, el fenómeno de trasvase de pasivos bancarios a fórmulas de Inversión Colectiva genera una fuerte descompensación entre la aplicación de recursos en inversión de valores y en financiación crediticia.

La resolución de este problema, que se irá agudizando en el futuro, pasa por un lado en una mayor actividad en la captación de recursos o pasivos por parte de las entidades financieras en los mercados, y, por otro, en la utilización de instrumentos de movilización de activos (titulización) que doten de valores mobiliarios a las Instituciones de Inversión Colectiva y de liquidez a las entidades financieras para poder continuar el ciclo de intermediación.

En definitiva, estas características comentadas, que se están implantando en el sistema financiero español, exigen un mercado de renta fija amplio y eficaz, como pieza fundamental para mantener localizado el ahorro nacional, posibilitar la financiación adecuada

del sector privado y como consecuencia de ambos procesos, garantizar el crecimiento económico de nuestro país.

En los cuadros adjuntos se puede observar cuál es la dimensión y composición del mercado de renta fija en España, destacando el peso, sin duda excesivo, del sector público. Asimismo, se presentan los datos del mercado de los Estados Unidos de América, considerado como el más desarrollado y por tanto mercado de referencia.

Independientemente del volumen en comparación con el producto interior bruto que en el caso de los Estados Unidos supone una relación de 1,74 frente al 0,67 en España, el hecho más relevante es la desigual participación de títulos o financiación a través del mercado del sector público con respecto al sector privado.

En concreto, mientras que el sector privado en España no supera el 8 por 100 del total, en Estados Unidos incluyendo los pagarés de empresa y la titulización asciende casi al 50 por 100. Por su parte, el Tesoro Público supone el 31 por 100 en Estados Unidos frente al 78 por 100 en España.

Sin duda, a los mercados españoles nos queda un largo camino para recorrer. En este sentido quisiera explicitar diferentes propuestas de desarrollo del mercado que abarcan desde el plano normativo a aspectos muy concretos de la operativa.

Sin ánimo de ser exhaustivo, señalaría los siguientes:

#### *Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores.*

Los sucesivos aplazamientos que en su trámite parlamentario se están ocasionando en la aprobación

**CUADRO NÚM. 2**  
**VALORES DE RENTA FIJA EN ESTADOS UNIDOS**  
(Saldo vivos. Importes en billones)

<i>Instrumentos</i>	<i>En dólares</i>	<i>En pesetas</i>
Tesoro.....	3,5	525,0
Municipalidades.....	1,3	195,0
Mortgage-Backed Securities (Titulización Hipotecaria).....	1,7	255,0
Asset-Based Securities (Titulización).....	0,4	60,0
Renta Fija Privada.....	1,9	285,0
Pagarés de Empresa.....	1,4	210,0
Agencias Federales.....	0,9	135,0
<b>Totales.....</b>	<b>11,1</b>	<b>1.665,0</b>

Datos: Diciembre 1996. Cambio Pta./\$ 150

de esta Ley, independientemente de situar a nuestro país como el único que no ha efectuado la transposición de la Directiva Comunitaria, ocasiona retrasos en la implantación de productos y desarrollo de los mercados (inclusión de instrumentos financieros, internegociabilidad de valores, ...)

#### *Ley de Titulización de Activos.*

Las posibilidades que dicha ley generará para el desarrollo de nuevos valores negociables hacen necesario la urgente aprobación de la misma, a los efectos de que los agentes del mercado comiencen cuanto antes a experimentar y familiarizarse con este producto. El desarrollo alcanzado por estas emisiones en EE.UU. es un buen estímulo para su aplicación en el mercado español.

#### *Eliminación del tratamiento fiscal discriminatorio (Tesoro Público/Resto de Emisores).*

La extensión de la no retención sobre los rendimientos a los Bonos segregables sitúan a todas las emisiones del Tesoro en situación de desigual competencia con el resto de emisores en los mercados.

La actual situación del déficit público y la necesidad del desarrollo del mercado de renta fija hacen esta discriminación más insostenible desde el punto de vista teórico.

La propuesta de reforma del sistema fiscal parece que contempla modificar esta situación, pero los plazos de implantación de la misma no son soportables para el desarrollo del mercado.

En este sentido, para el período transitorio se deberían encontrar soluciones al menos para las Instituciones de Inversión Colectiva, eximiéndolas de la retención con la justificación pertinente de la tenencia de los valores o, en su caso, aplicando la devolución inmediata.

#### *Mejoras relativas en los procesos de "admisión a cotización".*

— Simplificación y agilización en la verificación de los folletos de emisión teniendo en consideración el destino de la emisión (mayorista o institucional y minorista).

— Simplificación y automatización del proceso de admisión a cotización, a los efectos de reducir al mínimo el período entre el desembolso de la emisión y la admisión a negociación en el mercado.

### Flexibilización de los programas de emisión a medio y largo plazo.

En la actualidad, los programas de medio y largo plazo deber ceñirse a las condiciones establecidas al inicio en lo relativo a vencimientos, cupones y volumen. Se propone una mayor flexibilización, adaptada al modelo de Medium Term Notes, es decir, definición del volumen a emitir sin limitar las características de las emisiones concretas.

### Emisiones en divisas.

A pesar de los problemas derivados de la imposibilidad de liquidar en España las operaciones en divisas, el paso dado con la admisión a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija de la primera emisión en divisas constituye un hecho de importancia que, si se une a la flexibilización de los programas de Medio y Largo Plazo, podría hacer posible la localización de las financiaciones de las entidades españolas en el llamado "euromercado".

### Emisiones cupón cero.

La Orden de 14 de noviembre de 1989, que desarrolla algunos aspectos de la Ley del Mercado de Valores, estableció la autorización previa por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de las emisiones sin rendimiento explícito. En la práctica, esta Orden ha supuesto la prohibición de las llamadas emisiones cupón cero.

En la medida en que este tipo de emisiones son especialmente demandadas por las Instituciones de Inversión Colectiva al facilitar la inmunización de carteras por la inexistencia de flujos intermedios, el pro-

prio Tesoro Público ha instrumentado fórmulas de desagregación de principal e interés en los Bonos y Obligaciones (*Strips*), que en definitiva constituye una fórmula de obtención del "cupón cero".

La derogación de la Orden Ministerial citada supondría la equiparación del resto de los emisores al Tesoro Público, no existiendo en la actualidad razones objetivas para el mantenimiento de esta norma.

### Transformación en anotaciones en cuenta.

Es necesario definir si la transformación en anotaciones en cuenta, que constituye una legítima aspiración de nuestro mercado compartida por la CNMV y el SCLV, tiene encaje en la normativa actual o si por el contrario es necesario elaborar una nueva norma al efecto.

Esta falta de criterio, junto con la indefinición en el sistema de llevanza por saldos, mantiene congelada la puesta en marcha de este proyecto.

### Redenominación de emisiones en euros.

La aplicación de los principios de "no prohibición" y "no compulsión" implica que durante el período transitorio convivirán emisiones denominadas en pesetas y en euros, a diferencia del mercado de Deuda Pública.

No obstante, parece conveniente que por parte de la CNMV y los Organismos Rectores se facilite la decisión de los emisores que opten por la redenominación con el establecimiento de criterios relativos a :

- El sistema de redenominación.
- La simplificación de los requisitos formales.

GRÁFICO 1  
VALORES DE RENTA FIJA. ESPAÑA

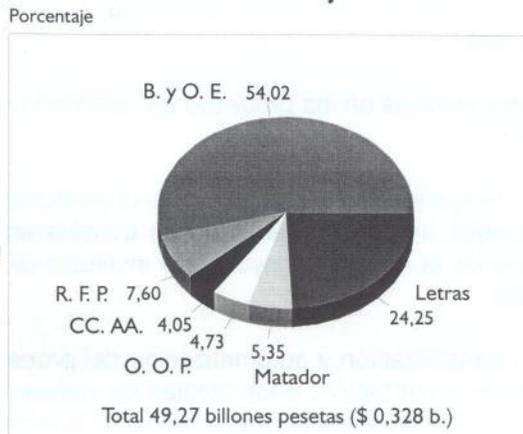


GRÁFICO 2  
VALORES DE RENTA FIJA. EE.UU.



— La clarificación de los costes fiscales y administrativos.

*Utilización de los valores de renta fija como colateral en las intervenciones de regulación monetaria.*

*Fomento de la utilización del rating como elemento fundamental en la necesaria adecuación del precio de los activos.*

*Interconexión de los Mercados de Renta Fija.*

Sobre este último punto quisiera señalar que, dada la envergadura de los retos que tenemos que

afrontar, parece razonable realizar los esfuerzos necesarios para generar fórmulas operativas más acordes con los intereses del Mercado. En este sentido considero que la búsqueda de acuerdos para lograr la internegociabilidad de todos los valores de renta fija (con la actuación de todos los miembros de cada uno de los mercados), la progresiva unificación de los procedimientos de compensación y liquidación sobre la base de anotaciones en cuenta y llevanza mediante el sistema de saldos, en un camino de reflexión y desarrollo para la implantación de un amplio y eficaz mercado de renta fija en España.

# Diferenciales de tipos de interés en los mercados europeos de deuda en un escenario pre-EMU: el caso español

Carlos Contreras  
Magdalena González

## I. INTRODUCCIÓN

Las dos cuestiones que quedan por resolver en el proceso de fundación de la UME, el conjunto de países miembros fundadores y los tipos de cambio fijos establecidos entre ellos, son de extrema importancia en la evolución de los mercados de deuda pública de los países actuales de la Unión Europea.

Una vez se anuncien los tipos de cambio, que entrarán en vigor el 1 de enero de 1999 para cada par de divisas de los países que accedan a la EMU, se espera que éstos permanezcan fijos a perpetuidad de acuerdo con los compromisos de la moneda única. Esta información es decisiva para conformar los diferenciales de rentabilidad entre bonos denominados en divisas europeas. Si los mercados financieros se comportan eficientemente, los precios reflejarán inmediatamente cualquier información sobre los tipos de conversión eliminando cualquier posibilidad de arbitraje gratuito. Hasta que se produzca dicho anuncio, los diferenciales de tipos de interés se mueven de acuerdo con las expectativas asignadas por el mercado respecto de la probabilidad de acceso a la UME y sobre los tipos de conversión de las divisas.

En el escenario pre-EMU, caracterizado por perfecta movilidad de capital pero variabilidad de las divisas, la rentabilidad en los mercados secundarios de los bonos emitidos por gobiernos de la Unión Europea se establece considerando la rentabilidad del mercado que se toma como referencia o *benchmark* para el mismo vencimiento/duración y calculando los ajustes necesarios por el tipo de cambio futuro espe-

rado, así como por diferencias en la calidad crediticia de ambos países.

Actualmente, el mercado del bono alemán (el *Bund*) opera como referencia para el resto de los países europeos(1). En particular, para los bonos españoles la menor rentabilidad de los tipos alemanes refleja, dado un determinado vencimiento, dos circunstancias. Por un lado, la expectativa de una futura depreciación de la peseta contra el marco alemán para el período relevante. De acuerdo con la teoría de paridad de poder de compra, a largo plazo la futura apreciación/depreciación de la divisa es función del diferencial acumulada de inflación. Por otro lado, la diferencia de calidad crediticia entre ambos gobiernos, lo que se conoce como "prima de riesgo".

La probable existencia de la Unión Monetaria antes de la amortización de los bonos bajo análisis introduce un importante cambio en el modelo 1. El escenario del EMU significa la interrupción de la senda de depreciación de la divisa con los bonos con rentabilidad más elevada en el momento del acceso a la EMU.

Es objetivo de este artículo contestar tres cuestiones: a) ¿Cuál ha sido la evolución de la probabilidad de acceso al club de la EMU en 1999 asignada por el mercado a la economía española?; b) si consideramos la hipótesis de probabilidad unitaria (100 por 100) de acceso asignada para España en una fecha determinada (no necesariamente enero de 1999), ¿cuál sería el diferencial de tipos entre España y Alemania compatible con un régimen particular de tipos de cambio irrevocable?; o alternativamente, c) ¿cuál es el tipo de cambio fijo compatible con el actual dife-

rencial de tipos de interés bajo la hipótesis de integración cierta en la EMU en una fecha determinada? En el apartado II describimos dos modelos teóricos para medir la probabilidad de acceso a la EMU por un país de la UE. En el apartado III usamos un modelo para valorar la naturaleza del equilibrio entre movimientos en los tipos de cambio, y variaciones en los diferenciales de tipos de interés como forma de ajuste en el proceso hacia la EMU. En el IV analizamos la prima de riesgo para emisiones soberanas en un escenario post-EMU. En el apartado V comentamos los problemas que surgen en el proceso de fijación de los tipos de cambio irrevocables. Las sugerencias de ambos apartados se usan en el VI, en el que se aplican los modelos teóricos para el caso español.

## II. INDICADORES DE PROBABILIDAD DE ACCESO A LA EMU

Diversos enfoques han sido utilizados para analizar la probabilidad que refleja el mercado sobre el acceso a la EMU (2). En este apartado introducimos en concreto dos modelos teóricos.

### Modelo 1. Probabilidad implícita en el mercado a largo plazo.

Un primer modelo que utiliza variables exógenas es el siguiente:

$$i_{n,t}^N = i_{n,t}^* + \delta_{n,t}^e + \rho_{n,t}^N \quad [1]$$

donde ( $i_{n,t}^*$ ) es la rentabilidad a largo plazo del mercado alemán, ( $i_{n,t}^N$ ) refleja la rentabilidad a largo plazo para el mercado español en el caso de no integración en la EMU; ( $\delta_{n,t}^e$ ) es la prima de depreciación de la peseta contra el marco, y ( $\rho_{n,t}^N$ ) es la prima de riesgo crediticio para la peseta en el caso de no integración en la EMU.

Una vez se inicie el régimen de tipos fijos en caso de integración en la EMU (en el momento  $k$ ) no se producirá apreciación adicional de la peseta contra el marco. Por tanto,

$$i_{k,n}^E = i_{k,n}^* + \rho_{k,n}^E \quad [2]$$

donde ( $i_{k,t}^*$ ) y ( $i_{k,t}$ ) son respectivamente los tipos de interés implícitos para los mercados alemán y español para el período  $k$ ,  $n$ , en el caso de EMU; y ( $\rho_{k,n}^E$ ) es la prima por riesgo crediticio esperado para el bono del Tesoro español en caso de acceso a la EMU.

Puesto que

$$(1 + i_{k,t})^{k-t} (1 + i_{n,k}^E)^{n-k} = (1 + i_{n,t}^E)^{n-t} \quad [3]$$

entonces,

$$i_{n,t}^E = e^\alpha - 1 \quad [4]$$

donde

$$\alpha = \{L(1 + i_{k,t})^{(k-t)} (1 + i_{n,k}^E)^{(n-k)}\} / (n-t) \quad [5]$$

En consecuencia, la probabilidad ( $\beta$ ) de acceso inicial a la EMU por España asignado por el mercado puede obtener de

$$i_{n,t} = \beta i_{n,t}^E + (1-\beta) i_{n,t}^N \quad [6]$$

siendo

$$\beta = \{(i_{n,t} - i_{n,t}^N) / (i_{n,t}^E - i_{n,t}^N)\} \quad [7]$$

### Modelo 2: Diferencial de tipos implícitos a un año

Un segundo modelo para evaluar la probabilidad de integración en la EMU utiliza una comparación del tipo implícito a un año del país objeto de análisis (España) en el año de inicio teórico de la EMU ( $i_{k+1,k}$ ) con el tipo implícito a un año para el mercado de referencia —alemán— ( $i_{k+1,k}^*$ ). La hipótesis subyacente es que bajo la EMU no existirán diferencias en los tipos de interés a corto plazo de los países miembros ( $i_{k+1,k}^E = i_{k+1,k}^*$ )

En el escenario de integración monetaria los tipos a corto plazo de los mercados interbancarios (completamente integrados) mostrarán convergencia completa. El diferencial de los tipos a un año en enero de 1999 (implícito en la estructura actual de la curva) puede ser interpretada como una señal de la probabilidad de pertenencia de un país que no actúa como *benchmark*. Así, cuanto menor diferencial mayor probabilidad de integración asignada por el mercado. Para expresar esta señal en términos de probabilidad es preciso usar una medida de diferencial histórico de tipos a un año que aproxime el caso de no integración en la EMU

$$i_{k+1,k}^N = i_{t+1,t}^{h*} - i_{t+1,t}^h \quad [8]$$

donde ( $i_{t+1,t}^{h*} - i_{t+1,t}^h$ ) es el diferencial entre el tipo a un año al contado de los mercados alemán y español para el período muestral  $h$ , y ( $i_{k+1,k}^N$ ) es el diferencial teórico de tipos a un año entre ambos mercados en el

caso de no integración en la EMU. De forma que la probabilidad de integración al club de la EMU en el momento  $k$  puede ser obtenida de

$$i_{k+1,k} = \beta i_{k+1,k}^E + (1-\beta) i_{k+1,k}^N \quad [9]$$

siendo

$$\beta = (i_{k+1,k} - i_{k+1,k}^N) / (i_{k+1,k}^E - i_{k+1,k}^N) \quad [10]$$

### III. AJUSTES VÍA TIPO DE CAMBIO Y VÍA DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS

#### Modelo 3

En este apartado introducimos un modelo basado en una ecuación de no arbitraje, bajo la hipótesis de que la probabilidad de acceso a la UME es del 100 por 100, para analizar la magnitud de eventuales saltos en los tipos de interés o en los tipos de cambio durante el proceso de convergencia. A priori resulta imposible estar seguros si los ajustes que eliminan las oportunidades de arbitraje en este proceso procederán de movimientos en los tipos de interés o en los tipos de cambio, o en ambos simultáneamente. Así, Brookes (1996) consideró que si bien en la práctica cualquier escenario resultaba factible parecía más probable ajustes vía tipos de cambio, la experiencia ha mostrado, no obstante, una fuerte estabilidad en los tipos de cambio y fuertes ajustes en los diferenciales de tipos de interés durante la última etapa del proceso de convergencia.

En nuestro tercer modelo los determinantes de los diferenciales nominales de tipos de interés son: a) la senda de depreciación de la divisa con tipos más altos en el escenario pre-EMU; b) el momento de inicio/acceso al régimen de tipos de cambio fijos (asumiendo probabilidad del 100 por 100 para dicho período), y c) el tipo de cambio irrevocable establecido a partir de dicho momento.

Empleando la curva de tipos cupón cero obtenidos del mercado de *swaps* de tipos de interés, la ecuación de no-arbitraje expresa que el valor presente de los flujos positivos y negativos convertidos utilizando los tipos de cambio relevantes debe ser cero. Esto es, en caso de utilizar una estrategia financiera de arbitraje el resultado no debe ofrecer beneficios gratuitos.

Bajo la hipótesis de una fecha dada de inicio de la EMU (enero de 1999), consideramos que invertimos en un *swap* (IRS) en pesetas a un plazo de "n" años ,

recibiendo tipo de interés fijo, y simultáneamente entramos en un *swap* a un plazo de "n" años en marcos alemanes pagando tipo fijo. Ambos *swaps* (IRS) están expresados en términos anuales por los que hay "n" flujos en cada caso. Para los primeros "k" años los flujos se convierten a los tipos de cambio derivados del mercado cambiario ( $sp/dm = \varepsilon$ ). Para el período restante "n-k", sin embargo, si España se integra en la EMU en el período "k", los flujos habrá que convertirlos al tipo irrevocable que se establezca  $(sp/dm)^E = \varepsilon^E$ . Recuérdese que  $\varepsilon^E$  puede ser construido de los tipos cruzados irrevocables peseta/euro y euro/ marco.

El valor presente de la inversión en pesetas (posición larga), que denominaremos  $\varphi$ , es la suma de los flujos descontados de intereses y principal (que consideramos 100). Si expresamos cada flujo en términos de marcos debemos descontar los flujos con los tipos cupón cero de la curva alemana ( $i^z$ ).

$$\varphi = (i_n/\varepsilon_1)(1+i^z_1)^{-1} + \dots + (i_n/\varepsilon_{k-1})(1+i^z_{k-1})^{-(k-1)} + (i_n/\varepsilon^E)(1+i^z_k)^{-k} + \dots + (100+(i_n/\varepsilon^E))(1+i^z_n)^{-n} \quad [11]$$

De forma similar, la inversión en marcos (posición corta), que denominaremos  $\lambda$ , será la suma de los flujos descontados de intereses y principal (que se considera 100), generando una rentabilidad

$$\lambda = i_n^*(1+i^z_1)^{-1} + \dots + i_n^*(1+i^z_{k-1})^{-(k-1)} + i_n^*(1+i^z_k)^{-k} + \dots + (100+i_n^*)(1+i^z_n)^{-n} \quad [12]$$

Nótese que si  $\varphi \neq \lambda$  existiría una oportunidad de arbitraje sin riesgo.

### IV. EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO SOBERANO EN EL ESCENARIO POST-EMU

La calidad de crédito de un emisor se refiere a su capacidad y voluntad para atender el servicio de su deuda (intereses y principal) en los plazos previstos. En el caso de un riesgo soberano las claves del riesgo son:

a) El factor riesgo político, que se refiere a las condiciones del sistema político, los factores sociales y las relaciones internacionales del país.

b) El factor riesgo económico que tiene que ver con el comportamiento de las variables económicas (como crecimiento de la renta, evolución del ahorro y la inversión, y de la inflación y el desempleo, etc.), evolución de las finanzas públicas (niveles de déficit y

deuda en términos de PIB), evolución del equilibrio exterior (saldo por cuenta corriente, deuda externa, *ratio* de importaciones/exportaciones, etcétera).

Habitualmente, la calificación crediticia concedida por las agencias es más elevada en el caso de las emisiones domésticas debidas al hecho de que, al menos en teoría, un país puede imprimir dinero en su propia divisa sin restricciones, permitiendo una capacidad teórica infinita para atender el servicio de la deuda local. Por otra parte, la mayor parte de los ingresos de los gobiernos (ingresos impositivos) se producen en la propia divisa del país. Tanto la agencia crediticia Moodys como Standard and Poors han reflejado estas consideraciones en la evaluación de la deuda pública de los países europeos (véase cuadro núm. 1).

¿Cuáles serán las diferencias en la prima crediticia de los riesgos soberanos europeos a partir de 1999 dentro de la EMU? La respuesta es relevante ya que el riesgo cambiario desaparecerá de la ecuación de determinación de los diferenciales de interés y la prima crediticia se convertirá en el principal factor determinante de los diferenciales en el escenario de la EMU (3).

Después de 1999, los estados miembros no tendrán capacidad para imprimir dinero ni para devaluar unilateralmente su divisa y verán reducida su libertad en el diseño de política fiscal. Existe una controversia sobre las implicaciones de la primera circunstancia. Las agencias de calificación crediticia no coinciden. Standard and Poors argumenta que la deuda denominada en divisa doméstica deberá ser re-evaluada a la

baja para ponerla en línea con la deuda en divisas, ya que los gobiernos europeos no pueden utilizar el recurso a sus bancos nacionales centrales. Por el contrario, la agencia Moodys argumenta que toda la deuda soberana emitida (o redenominada en euros) debería ser considerada como deuda doméstica ya que todos los países tendrán el euro como propia divisa y, en consecuencia, no sería adecuado revisar a la baja su calificación crediticia.

Una posición bastante generalizada al respecto indica que la deuda gubernamental de países miembros de la EMU emitida o redenominada en euros tendrá finalmente una calificación mixta entre la deuda doméstica y en divisas.

En este escenario, los determinantes claves del riesgo de crédito serán la fortaleza de los compromisos contenidos en el Tratado de Maastricht sobre los criterios de convergencia y los riesgos políticos. La percepción del mercado sobre la calidad crediticia dependerá esencialmente de la credibilidad asignada al Pacto de Estabilidad y a la cláusula de ausencia de apoyo financiero. El artículo 104 b del Tratado de Maastricht, conocido como la cláusula de *no bail-out*, establece que cualquier gobierno de la Unión Europea (tanto central como regional o local, así como organismos o empresas públicas) que incumpla sus obligaciones financieras no podrá ser rescatado por cualquier otro ente gubernamental de la propia Unión. Además, este artículo prohíbe todo tipo de facilidad crediticia cualquiera que sea su forma de instrumentación proporcionada por el Banco Central Europeo o por bancos nacionales en favor de otros entes públicos de la Unión. En principio, estas cláusulas significan que la calidad crediticia de los diferentes gobiernos de la Unión no tiene por qué ser homogénea y diferirá entre países. Una cuestión relevante, pues, es en qué medida la cláusula de no apoyo financiero es creíble. Muchos analistas han mostrado escepticismo al respecto dada la ausencia de incentivos por parte de los futuros miembros de la Unión de permitir la suspensión de pagos de los compromisos financieros de un gobierno del club. Las consecuencias serían dramáticas dado que todos los países de la Unión compartirán una moneda común. En vista de los riesgos sistémicos (para el sistema bancario y empresarial) muchos analistas consideran que el cumplimiento de la cláusula de no apoyo resulta poco creíble en el, por otra parte, improbable caso de que se produjera el caso de suspensión por parte de un prestatario soberano de la Unión. Si este es el caso, los diferenciales por riesgo crediticio tenderán a ser estrechos y dependerán esencialmente de las diferencias de liquidez de los mercados. Otros analistas indican que el dife-

CUADRO NÚM. 1  
CALIFICACIONES CREDITICIAS

País	En divisas (S&P)	En divisas (M)	En moneda local (S&P)	En moneda local (M)
Austria . . . . .	AAA	Aaa	AAA	—
Francia . . . . .	AAA	Aaa	AAA	Aaa
Alemania . . . . .	AAA	Aaa	AAA	Aaa
Luxemburgo . . . . .	AAA	Aaa	AAA	—
Holanda . . . . .	AAA	Aaa	AAA	—
Reino Unido . . . . .	AAA	Aaa	AAA	Aaa
Bélgica . . . . .	AA+	Aa1	AAA	—
Dinamarca . . . . .	AA+	Aa1	AAA	Aaa
Suecia . . . . .	AA+	Aa3	AAA	Aa1
Irlanda . . . . .	AA	Aa1	AAA	Aaa
Italia . . . . .	AA	Aa3	AAA	Aa3
España . . . . .	AA	Aa2	AAA	—
Finlandia . . . . .	AA	Aa2	AAA	Aaa
Portugal . . . . .	AA-	Aa3	AAA	Aa2
Grecia . . . . .	BBB-	Baa1	—	—

rencial por riesgo de crédito tenderá a ser más volátil, ya que desaparecidos los diferenciales de tipos de interés por tipos de interés y por tipo de cambio como fuente de oportunidades de *trading* especulativo, se generalizará el *trading* de riesgo crediticio. Además, algunos analistas consideran que si bien en ausencia de problemas importantes dentro de la Unión la calificación crediticia de los riesgos soberanos implica diferenciales estrechos (aunque volátiles), en el caso de acercamiento a situaciones desfavorables señaladas dentro del Pacto de Estabilidad podrían producirse situaciones de discontinuidad o saltos en la valoración de los diferenciales por riesgo de crédito.

Uno de los trabajos empíricos interesantes, junto con el de Create (1997), sobre la cuantificación de las primas por riesgo crediticio en la futura UME, es el de Brookes (1997). Este modelo está basado en la computación de las primas de riesgo de bonos de prestarios soberanos de la Unión Europea emitidos en divisas diferentes de la propia moneda. Ya que estas emisiones no incorporan el riesgo de depreciación, los diferenciales de rentabilidad aproximan las primas de riesgo crediticio. Los problemas asociados a este enfoque tienen que ver con la necesidad de estimar el efecto de prima por diferencias de liquidez. Los resultados de su trabajo sugieren que la prima de riesgo crediticio al plazo de diez años de los bonos del gobierno español frente a la deuda alemana debería situarse entre 20 y 25 puntos básicos. Muchos analistas de mercado estiman, sin embargo, una prima para el riesgo soberano español respecto de Alemania de 15-20 puntos básicos.

## V. LA FIJACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO IRREVOCABLES

La cuestión de la determinación de los tipos de cambio irrevocables que operarán a partir de enero de 1999 (en caso de cumplimiento del calendario previsto) ha generado incertidumbre ya que mientras los países que formarán parte del club de la EMU como fundadores se conocerá en la primera parte del año 1998 (previsiblemente en mayo) la determinación de los tipos de cambio fijos podría esperar hasta el inicio de la UME, esto es hasta el 31 de diciembre de 1998. El problema de determinación y anuncio de los tipos de cambio es una cuestión de equilibrio entre estabilidad y credibilidad (4).

Hay esencialmente cuatro enfoques en relación con esta cuestión:

a) Un primer método consistiría en realizar una decisión simultánea doble, anunciando los tipos de con-

versión negociados al mismo tiempo que los países miembros de la EMU. La ventaja de este enfoque consiste en que si el mercado cree este anuncio el período transitorio hasta el inicio de la Unión Monetaria vendrá caracterizado por la estabilidad. En caso contrario, los ataques especulativos entre mayo y diciembre de 1998 en el mercado cambiario resultarían desestabilizadores. Con objeto de aumentar la credibilidad en este enfoque habría que acordar que los tipos de cambio no podrían modificarse a posteriori salvo por unanimidad, eliminando así la tentación de cada gobierno de realizar una "última devaluación" individual.

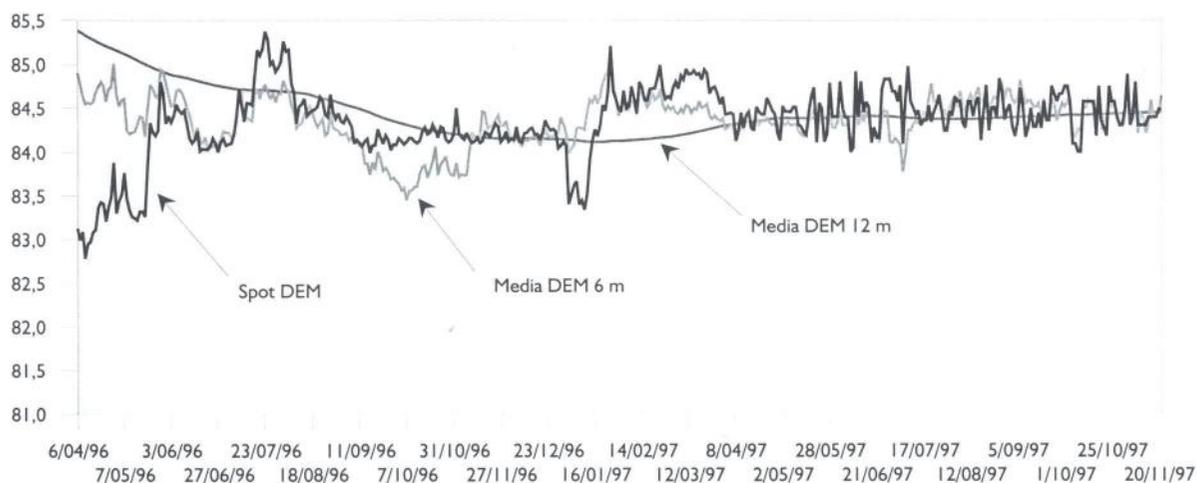
b) Un segundo método sería "permitir que el mercado decida". Esta regla consistiría en anunciar que los tipos de cambio irreversibles serían aquellos observados justo antes del inicio de la Unión Monetaria. Esto es, los establecidos por el mercado el 31 de diciembre de 1998. La principal ventaja de este método consiste en que los bancos centrales europeos no necesitan defender un particular tipo de cambio de entrada. El inconveniente es que la estabilidad no está asegurada en este escenario y el mercado cambiario podría resultar muy volátil en la fase final de este proceso (5).

c) De acuerdo con un tercer enfoque conocido como "la regla de Lamfalussy", se anunciaría que los tipos de conversión serían una media ponderada (con mayor peso de las últimas observaciones) de los tipos cambiarios establecidos por el mercado durante un determinado período antes del inicio de la Unión Monetaria. En este caso, en vez de anunciar los tipos de cambio irrevocables en sí mismos se anuncia una regla de determinación con efectos retroactivos en cuanto a las observaciones computables (6). La regla de Lamfalussy representa una vía intermedia entre los esquemas extremos de tipos negociados por las autoridades y tipos fijados espontáneamente por el mercado.

De Grauwe (1996) sugiere que la regla de Lamfalussy tenderá a generar volatilidad en los mercados cambiarios durante el proceso de transición hacia la EMU, aunque ésta se verá mitigada si su anuncio se hiciera por sorpresa y con aplicación retroactiva. Los resultados del trabajo de De Grauwe señalan que la regla de Lamfalussy (sin retroactividad) tiende a aumentar la volatilidad en un 50 por 100 aproximadamente respecto del sistema de tipos negociados. E incluso en el caso de aplicación retroactiva la volatilidad sería superior aunque menos acentuada.

Finalmente, el uso de las bandas centrales del Sistema Monetario Europeo (SME) es la solución pro-

GRÁFICO I  
TIPO DE CAMBIO CONTADO Y MEDIA MÓVIL DEM/ESP



puesta por las autoridades francesas para elegir la conversión del tipo de cambio.

Hasta la fecha, el mercado aparentemente está concediendo una elevada probabilidad a este último enfoque.

Algunos analistas han señalado que el Tratado de Maastricht impone una restricción en la determinación de los tipos de conversión en su artículo 1091 al requerir que el valor externo del ecu permanezca inalterado en el momento de determinación de los tipos irrevocables de la EMU. El ecu tiene ya establecido su tipo de conversión respecto del nuevo Euro a una tasa de 1 a 1. La única forma de asegurar al mismo tiempo la conversión 1 a 1 ecu/euro y mantener el valor del ecu/euro contra otras divisas inalterado, es establecer los tipos de conversión de acuerdo con los tipos de mercado pre-existentes en ese momento. En consecuencia, de acuerdo con esta argumentación, utilizar las bandas centrales del SME sería incompatible con la postura del Ministerio de Finanzas alemán, y con el propio Tratado de Maastricht. Para otros autores (7) únicamente se produce esta incompatibilidad si se ignora el papel de las expectativas y de los mercados en su anticipación de los tipos de cambio irrevocables. El único requerimiento para hacer consistentes ambas posiciones es que el preanuncio de la regla de determinación sea creíble. Si los mercados financieros conocieran con antelación el comienzo de la EMU y el hecho de que se establecerán los tipos irrevocables mediante el uso de la banda central del SME, con certidumbre no existe ningún problema con la evolución de los tipos cambiarios y con la compatibilidad

de posiciones normativas ya que el arbitraje se ocupará de los ajustes.

En agosto de 1993, las bandas del SME se ampliaron del 2,25 por 100 al 15 por 100 en torno a la banda central contra el ecu. Actualmente, la banda central para la peseta es 85,07 marco/peseta. De acuerdo con las antiguas bandas la peseta podía oscilar entre 83,16 y 86,98 marco/peseta, mientras que de acuerdo con la banda amplia actual podría hacerlo entre 72,31 y 97,83 marco/peseta.

En el caso de la "regla de Lamfalussy" los períodos propuestos para la determinación de la media móvil han sido 6, 12 y 24 meses y la fecha de inicio sugerida el 1 de enero de 1997. El gráfico 1 muestra la evolución diaria del tipo de cambio al contado peseta/marco y su media móvil para el período comprendido entre abril de 1996 y noviembre de 1997.

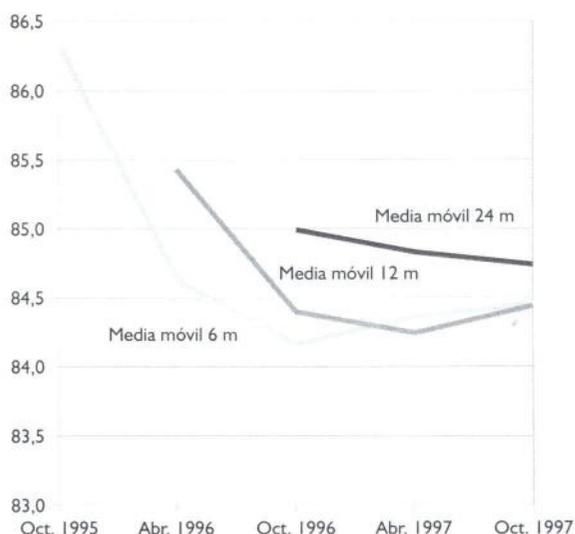
El gráfico 2 por su parte muestra la media de 6, 12 y 24 meses para diferentes períodos muestrales.

## VI. RESULTADOS EMPÍRICOS

En este apartado aplicamos los dos primeros modelos teóricos descritos en el apartado II para la economía española, con objeto de calcular dos indicadores de probabilidad de acceso a la unión monetaria el 1 de enero de 1999.

Para evitar problemas asociados a diferencias en el tratamiento fiscal, así como a diferencias en la liqui-

GRÁFICO 2  
CAMBIO MEDIO DEM/ESP



dez de los mercados, a las primas por riesgo crediticio y a diferencias en los sistemas de compensación, hemos usado las curvas de swaps de tipos de interés (IRS) para el desarrollo del trabajo empírico.

### Modelo 1

Se parte de los siguientes parámetros tomados como hipótesis:

a) Rentabilidades a corto y largo plazo para el mercado de referencia (mercado alemán). El gráfico 3 muestra la media de los tipos de interés para el mercado alemán a los plazos de dos y diez años para el período muestral comprendido entre abril de 1996 y noviembre de 1997 utilizando datos diarios.

b) Depreciación de la peseta contra el marco. Utilizamos para computar esta variable una media móvil en términos porcentuales para el período muestral comprendido entre mayo de 1996 y noviembre de 1997 con datos semanales, como muestra el gráfico 4.

c) Prima de riesgo histórica. Se utiliza una medida de 120 puntos básicos.

d) Prima de riesgo crediticio esperado en un escenario post-EMU. Se utiliza una medida de 20 puntos básicos.

De acuerdo con las anteriores hipótesis se estima la evolución de la probabilidad de acceso a la EMU asignada por el mercado para el período muestral mayo de 1996–noviembre de 1997. La frecuencia de la serie estimada es semanal (véase gráfico 5).

### Modelo 2

Como variable exógena del modelo utilizamos la media del diferencial entre los tipos de interés a un año de los mercados interbancarios español y alemán. El período muestral usado es marzo de

GRÁFICO 3  
MEDIA ÚLTIMO AÑO DE TIPOS CORTOS Y LARGOS DEM

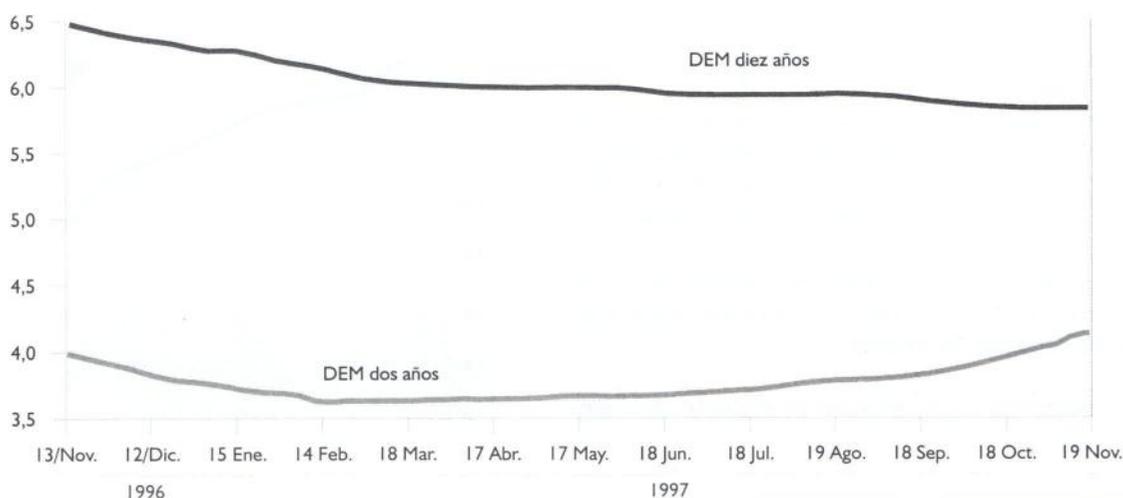
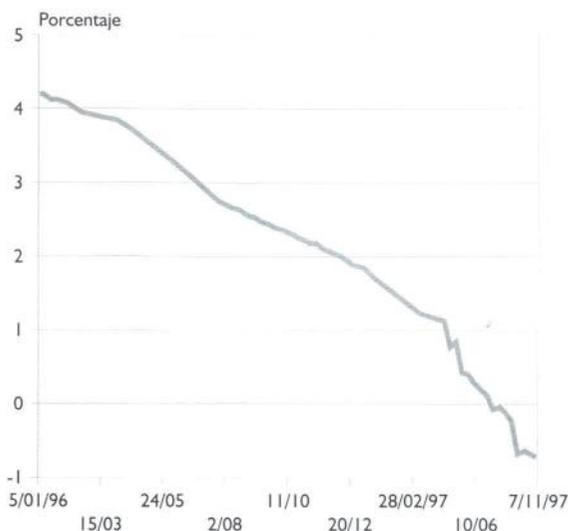


GRÁFICO 4  
EVOLUCIÓN DE LA DEPRECIACIÓN  
ESPERADA DEM/ESP



1996–noviembre de 1997. La frecuencia de los datos es diaria (véase gráfico 6).

Para calcular los tipos implícitos a un año que comenzarán en 1999 utilizamos la curva de tipos cupón cero derivados del mercado de *euroswaps* (IRS) para el período muestral comprendido entre enero de 1996 y noviembre de 1997. La serie estimada incorpora datos quincenales (véase gráfico 7).

Utilizando las series anteriores dentro del modelo 2, estimamos la probabilidad de acceso a la EMU por parte de España asignada por el mercado. El resultado se muestra en el gráfico 8 con datos quincenales para el período comprendido entre enero de 1996 y noviembre de 1997.

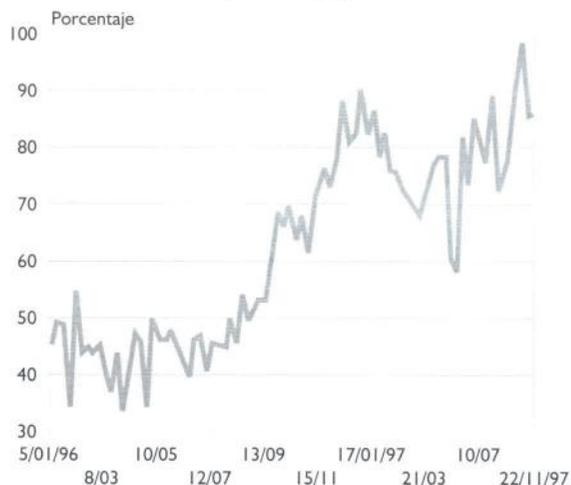
### Modelo 3

En este apartado realizamos dos simulaciones utilizando el modelo 3, que parte de la hipótesis de una probabilidad 100 por 100 de acceso de España a la EMU. El objetivo de los ejercicios de simulación es doble.

a) En primer término, analizar el impacto de la depreciación esperada de la peseta sobre los diferenciales teóricos de tipos de interés;

b) En segundo lugar, evaluar el impacto de cambios en la pendiente de la curva en el mercado alemán sobre los diferenciales de tipos de intereses teóricos o de no-arbitraje.

GRÁFICO 5  
EVOLUCIÓN DE LA PROBABILIDAD DE  
INCORPORACIÓN DE LA ECONOMÍA  
ESPAÑOLA A LA UEM  
(MODELO 1)



Comenzamos considerando un escenario para los tipos a corto plazo alemanes (con un vencimiento de dos años) del 3,5 por 100 y una pendiente de 2,0 puntos porcentuales entre dos y diez años. Para este escenario simulamos con un rango eventual de tipos de cambio irrevocables para la EMU entre 84,50 y 87,00 pesetas/marco considerando que el inicio de la Unión Monetaria se establece en enero de 1999 y partiendo de un tipo de contado de 84,50 pesetas/marco a un

GRÁFICO 6  
EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL DE TIPOS  
A UN AÑO AL CONTADO  
ESPAÑA-ALEMANIA

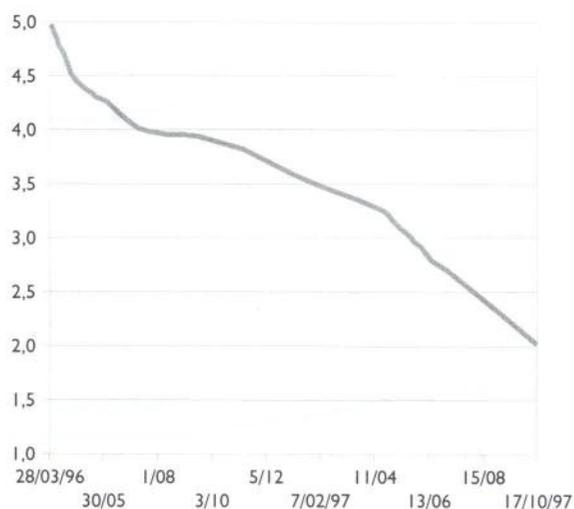
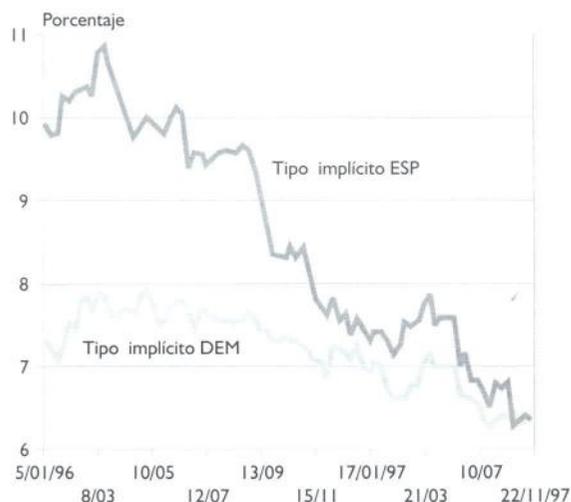


GRÁFICO 7  
TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS A UN AÑO  
ESPAÑA-ALEMANIA

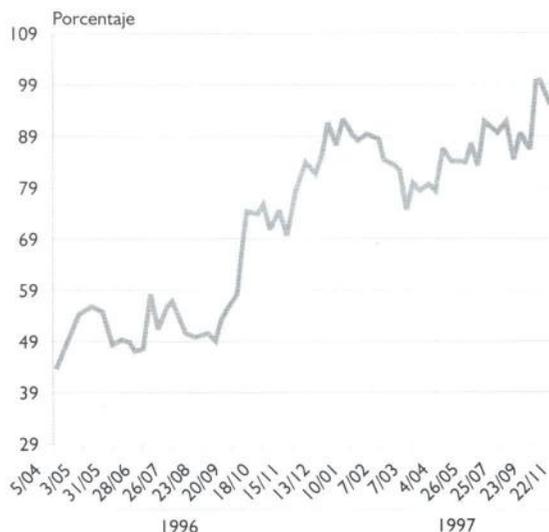


año del inicio de la EMU. Los resultados de esta simulación indican que los diferenciales de no-arbitraje oscilan entre 0 y 16 puntos básicos (véase gráfico 9).

La conclusión de la simulación es que cada peseta de depreciación implica un incremento en el diferencial de los tipos de interés a diez años entre España y Alemania cercano a 6 puntos básicos. Dado que durante los nueve años que restan hasta la amortización de la inversión no se producirán depreciaciones adicionales de la peseta, para este plazo de la inversión el tipo de conversión esperado no introduce cambios significativos. Por otra parte, si partimos de una prima de riesgo de crédito de 20 puntos básicos, el diferencial observado a principios de 1998, entre 25 y 30 puntos básicos estaría indicando un tipo irrevocable de cambio en torno a la banda central (85,07 pesetas/marco).

En segundo término, trabajando con el mismo escenario de tipos de interés para el mercado alemán (un tipo a dos años del 3,5 por 100) y un tipo de cambio de contado de 84,50 pesetas/marco aplicamos el modelo para un rango de pendiente de la curva entre dos y diez años para el mercado alemán entre 2,00 y 3,50 puntos porcentuales de nuevo bajo la hipótesis de que la UME se inicia en enero de 1999. Los resultados de la simulación indican que el diferencial de tipos de interés de no-arbitraje oscila entre 3,25 y 4,14 puntos básicos (gráfico 10).

GRÁFICO 8  
EVOLUCIÓN DE LA PROBABILIDAD DE  
INCORPORACIÓN DE ESPAÑA A LA UEM  
(MODELO 2)



La conclusión es que 100 puntos básicos de un incremento en la curva (positiva) alemana apenas afecta al diferencial teórico de tipos de interés entre España y Alemania.

A continuación, aplicamos los datos reales para el período, considerando que el momento de inicio de la EMU es enero de 1999 y bajo la hipótesis de una probabilidad de entrada del 100 por 100.

GRÁFICO 9  
IMPACTO DEL TIPO DE CAMBIO FIJO  
SOBRE DIFERENCIAL DE TIPOS

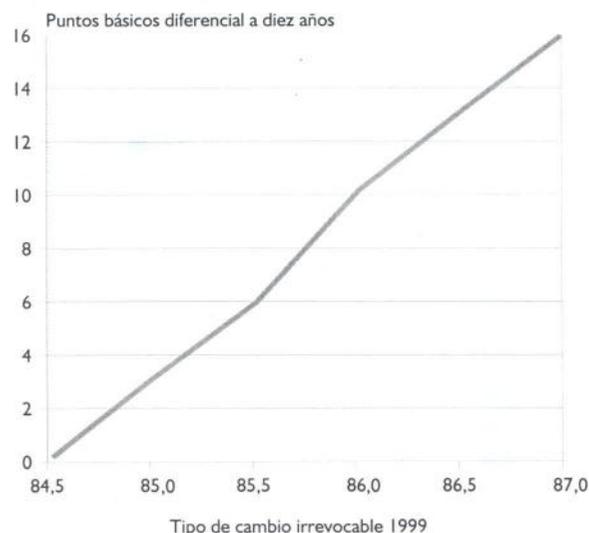
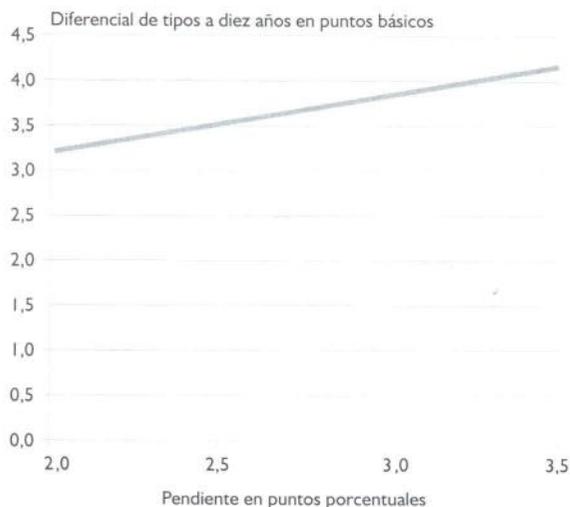


GRÁFICO 10  
**IMPACTO DE LA PENDIENTE DE LA CURVA BENCHMARK EN EL DIFERENCIAL DE TIPOS**



Primero, tomamos la estructura de tipos en los mercados alemán y español como variables exógenas. Los gráficos 11 y 12 muestran la evolución de los tipos cupón cero para tres vencimientos de estos mercados con datos diarios para el período muestral mayo de 1995 y noviembre de 1997.

Utilizando estos datos se realiza la comparación entre los tipos de cambio teóricos y los realmente observados para el período muestral noviembre de 1996 y octubre de 1997 con datos quincenales (véase gráfico 13).

En segundo lugar, tomamos como una variable exógena el tipo de cambio real (observado en el mercado) así como la estructura de tipos alemanes para estimar la evolución comparada entre el diferencial teórico de tipos de interés a diez años y el diferencial de tipos de interés entre los mercados español y alemán realmente observado en el mercado. La estimación se ha realizado para una frecuencia semanal y para el período noviembre de 1996 y octubre de 1997 (véase gráfico 14).

### Resultados combinados de los modelos 1 y 2

Finalmente, se calcula la media aritmética de las probabilidades estimadas 1997 mediante los modelos 1 y 2. El resultado es una serie de frecuencia semanal para el período comprendido entre marzo de 1996 y noviembre de 1997 (véase gráfico 15).

## VII. COMENTARIOS FINALES

Las dos cuestiones que quedan por resolver en el proceso de fundación de la UME, el conjunto de países miembros fundadores y los tipos de cambio fijos establecidos entre ellos, son de extrema importancia en la evolución de los mercados de deuda pública de los países actuales de la Unión Europea. En el escenario pre-EMU, caracterizado por perfecta movilidad de capital pero variabilidad de las divisas, la rentabilidad en los mercados secundarios de los bonos emitidos por gobiernos de la Comunidad Europea se establece considerando la rentabilidad del mercado que se toma como referencia o *benchmark* para el mismo vencimiento/duración y computando los

GRÁFICO 11  
**EVOLUCIÓN DE CURVAS CUPÓN CERO DEL MERCADO ESPAÑOL A VARIOS VENCIMIENTOS**

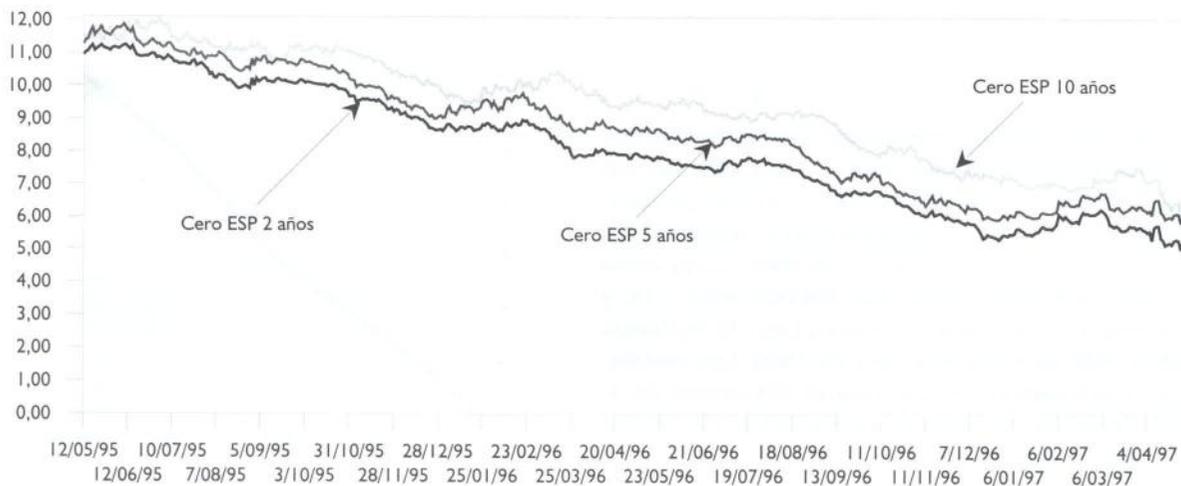


GRÁFICO 12  
EVOLUCIÓN DE CURVAS CUPÓN CERO DEL MERCADO ALEMÁN  
A VARIOS VENCIMIENTOS

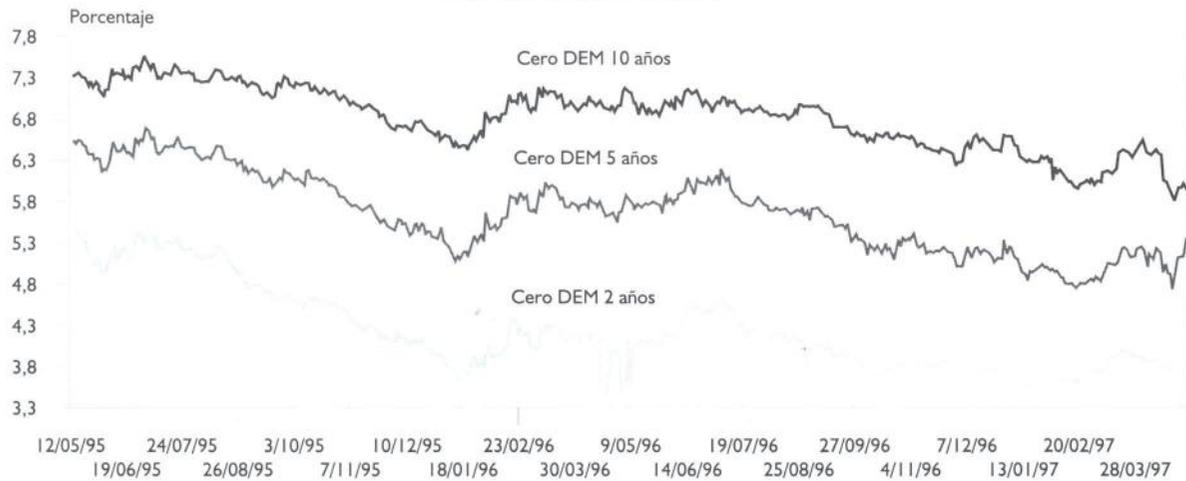


GRÁFICO 13  
TIPO DE CAMBIO TEÓRICO  
VERSUS REAL DEM/ESP

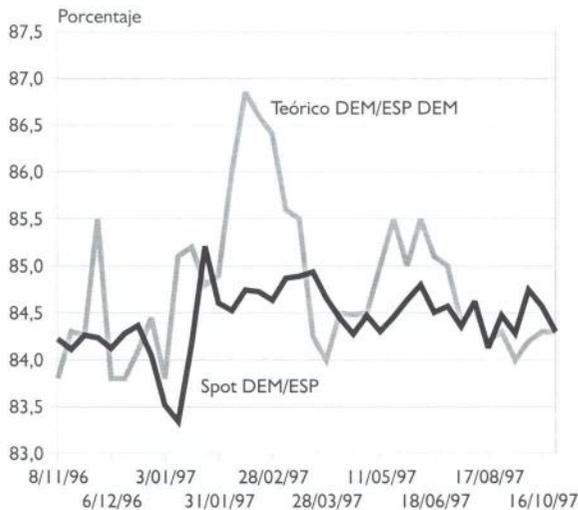
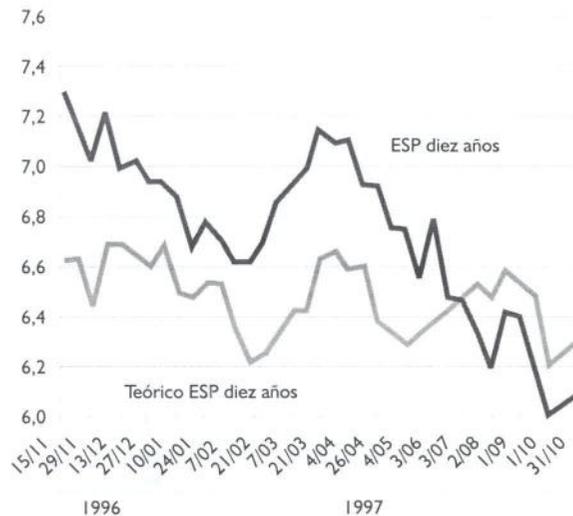


GRÁFICO 14  
EVOLUCIÓN COMPARADA DE TIPOS DE INTERÉS  
A DIEZ AÑOS ESPAÑOL TEÓRICO  
VERSUS TIPO OBSERVADO



ajustes necesarios por tipo de cambio futuro esperado y diferencias en la calidad crediticia de ambos países. La introducción de la moneda única eliminará el principal factor de influencia en los diferenciales de tipos de interés: el riesgo de depreciación de la divisa. En un escenario post-EMU, las rentabilidades de los bonos de los países dentro de la Unión vendrán determinadas por el riesgo de crédito del emisor, el factor de liquidez y un componente residual de riesgo de salida y/o ruptura de la EMU.

En este artículo se construyen dos indicadores de probabilidad de acceso a la UME para el caso español, y se analiza la naturaleza del equilibrio entre movimientos en el diferencial de tipos de interés y en los tipos de cambio en el proceso de convergencia hacia la EMU. Las principales conclusiones del trabajo son las siguientes:

a) Para el período de enero 1996–noviembre 1997, la probabilidad sintética estimada asignada por el

GRÁFICO 15  
**MEDIA ARITMÉTICA DE LAS PROBABILIDADES  
 ESTIMADAS EN LOS MODELOS 1 Y 2**



mercado sobre el acceso de España a la EMU en enero de 1999 ha mostrado una evolución con una tendencia al alza hasta alcanzar niveles cercanos al 100 por 100.

b) A un año del inicio de la EMU, ligeros cambios en el tipo de cambio esperado como tipo irrevocable de acceso a la Unión Monetaria producen cambios no significativos en el diferencial teórico de tipos de interés al plazo de diez años entre los mercados español y alemán. Una peseta de depreciación implica 6 puntos básicos de incremento de diferencial de tipos a diez años.

c) Además, cambios relativamente importantes en la pendiente de la curva del mercado tomado como referencia (el mercado alemán) teóricamente no producen cambios significativos en el diferencial de tipos de interés a diez años entre España y Alemania.

#### NOTAS

(1) Esta situación tiene mucho que ver con la credibilidad del Banco Central alemán (el Bundesbank) en la consecución de niveles de baja inflación y estabilidad cambiaria en la historia reciente, que con la estructura de su mercado de bonos. BARBET et al. (1996) han analizado en qué medida los bonos alemanes (Bunds y OBLs) continuarán siendo la referencia una vez exista la moneda única. A tales efectos realizan una comparación entre los mercados alemán

y francés de deuda para determinar las probabilidades de cada mercado a la hora de convertirse en mercado de referencia dentro de la EMU.

(2) Véase la calculadora de JP MORGAN como ejemplo más conocido.

(3) Véase SANDSTROM, R. (1997).

(4) Véase SBC WARBURG (1996) y DE GRAUWE (1996) sobre la discusión en torno a las implicaciones de diferentes enfoques sobre la fijación de los tipos irrevocables de cambio dentro de la EMU.

(5) Un escenario alternativo es no anunciar absolutamente nada en relación a las reglas de determinación de los futuros tipos de cambio en mayo de 1998, cuando previsiblemente se forme el club de países miembros fundadores de la UME, aunque hemos descartado esta posibilidad.

(6) En particular, Lamfalussy propuso a tales efectos una media ponderada de los tipos de cambio establecidos por el mercado durante los ejercicios 1996, 1997 y 1998.

(7) Véase GOLDMAN SACHS (1996) para una discusión sobre esta controversia.

#### REFERENCIAS

- AHORRO CORPORACIÓN FINANCIERA (1996), "Análisis de la curva de tipos a largo plazo", *Estrategias de Inversión*, noviembre.
- BARBET, D., BLOEM, M., y MC DEVITT, G. (1996), "The Euro Benchmark Yield curve: Bunds or OATS?" *EMU Countdown. Paribas Capital Markets*, noviembre.
- BROOKES, M. (1996), "Fixing the entry rates for EMU", Goldman Sachs, *EMU Briefing*, Issue 7, noviembre.
- (1997), "Credit risk and bond yield spreads within EMU", Goldman Sachs, *EMU Briefing*, Issue 97/07, marzo.
- CREATE, P. (1997), *Credit Research*, Paribas, 3 febrero, Londres.
- DE GRAUWE, P. (1996), "How to fix conversion rates at the start of EMU", *Discussion Paper Series*, nº 1530, CEPR.
- GOLDMAN SACHS (1996), *The Weekly Analyst*, 3º, septiembre.
- INTERMONEY (1996), "La Unión Monetaria y el diferencial a diez años", *Informe Especial 11/96*, junio.
- MALZ, A.M. (1997), "Using option prices to estimate realignment probabilities in the European Monetary System: the case of sterling-mark", *Journal of International Money and Finance*.
- SANDSTROM, R. (1997), "European Monetary Union: implications for the euro-corporate bond market", *Morgan Stanley International*.
- SBC WARBURG (1996a), "Pre-announced rules for euro conversion rates?", *Foreign Exchange*, 25 julio.
- (1996b), "Credit Watch: European Sovereign Credit Quality, Credit Rating and Credit Spreads: 1996-2002", *Adviser Special*, 22 agosto.
- WALTON, D. (1997), "Estimating the probability of EMU: a new approach", *European Economics Analyst. EMU Briefing*, Issue 97/03, Goldman Sachs ed., 18 febrero.



# La economía y los mercados financieros españoles: perspectivas para 1998

Fernando Gutiérrez Junquera

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

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

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

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

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

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

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

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

(\*) Tasas medias de aumento.

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

Fuente: FMI, INE y Argentaria.

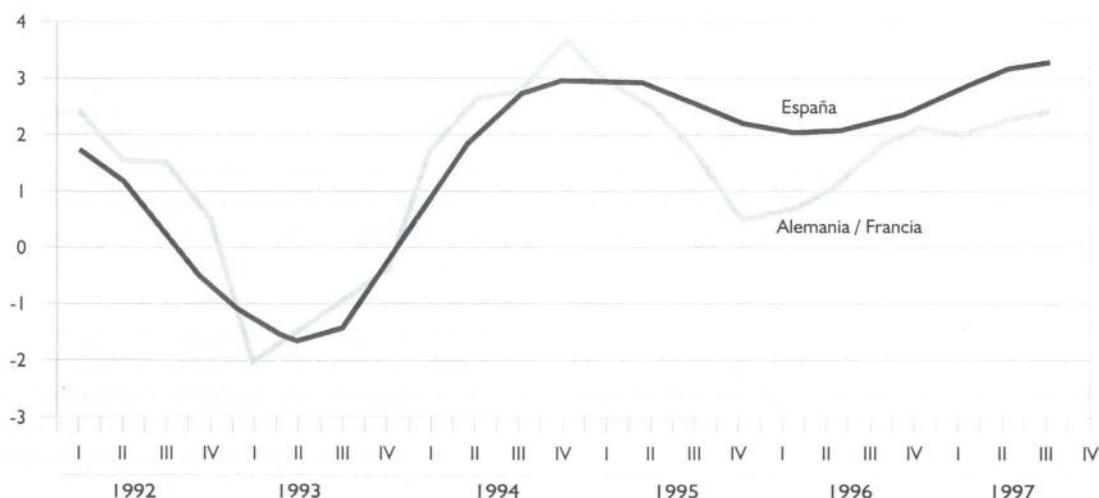
americana se desacelera y continúan sin emerger tensiones inflacionistas apreciables.

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

los tipos de interés deberían mantenerse en niveles muy bajos.

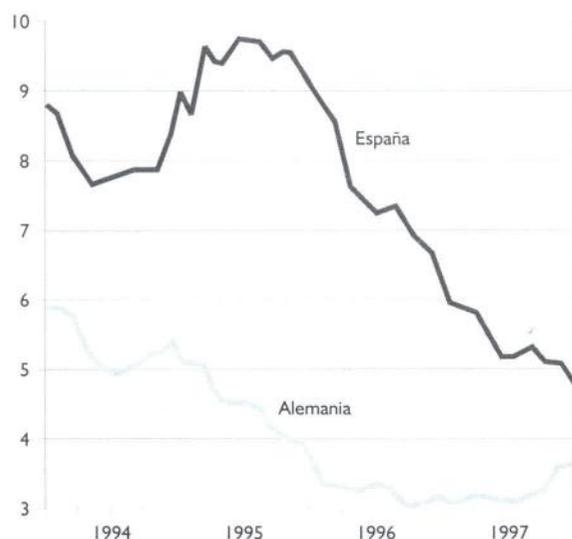
En Europa, existen diferencias notables entre la situación de algunas economías pequeñas y/o periféricas (entre las que se encuentra España) y el núcleo franco-alemán (gráfico 1). Las primeras (junto con España, Portugal, Holanda, Irlanda, Dinamarca, todavía más el propio Reino Unido) se encuentran,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

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

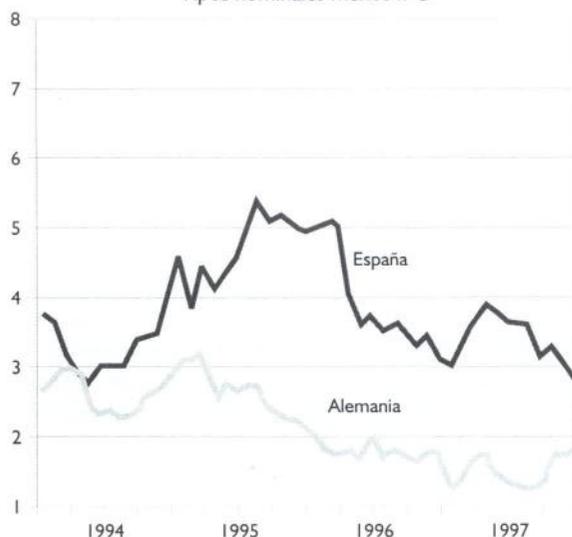


Fuente: OCDE e INE.

GRÁFICO 2  
TIPOS NOMINALES A 3 MESES



TIPOS REALES A 3 MESES  
Tipos nominales menos IPC



Fuente: OCDE y Banco de España.

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

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

GRÁFICO 3  
COTIZACIÓN DEL DÓLAR FRENTE AL MARCO



Fuente: Reuters.

asiática puede conducir a una revisión de tales expectativas.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CUADRO NÚM. 2

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

(p) Previsión.

Fuente: INE y previsiones Argentaria.

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

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

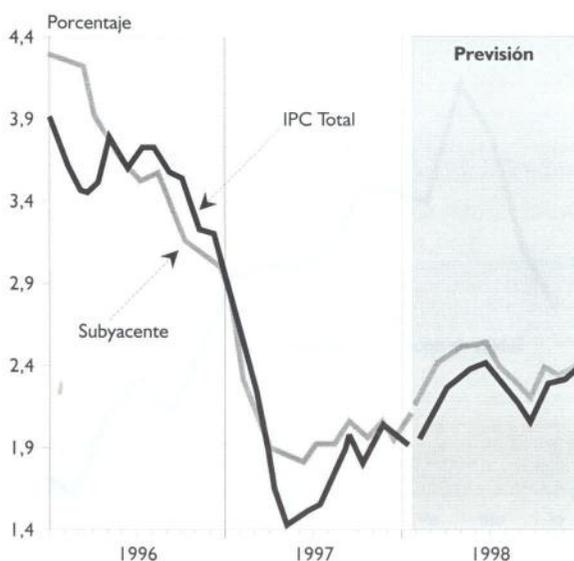
Este panorama no puede considerarse particularmente alarmante, en la medida en que refleje, exclusivamente, el efecto de un comportamiento “normal” de los alimentos, pero existen ciertos riesgos, particularmente en un contexto de expansión de la demanda interna, de que se consolide una aceleración de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

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

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

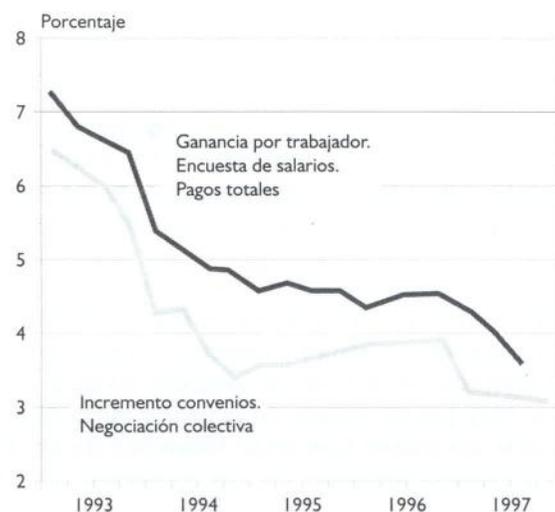
Por su parte, las empresas se están beneficiando considerablemente del descenso de los gastos finan-

GRÁFICO 4  
PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN



Fuente: Argentaria.

GRÁFICO 5  
INCREMENTO SALARIAL ACUMULADO ANUAL



Fuente: INE.

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

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

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

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

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

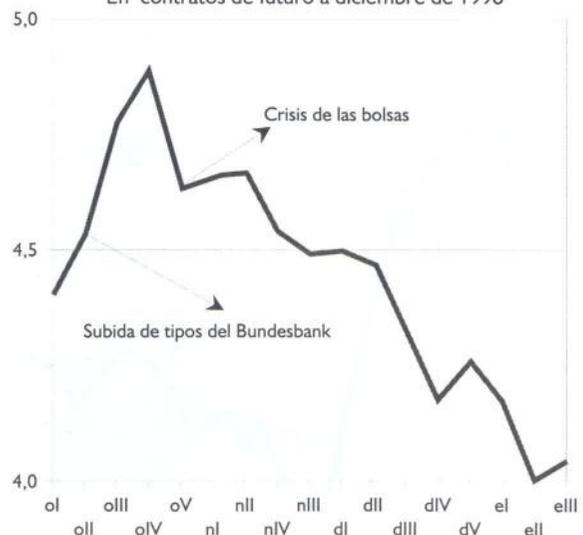
Tales márgenes están principalmente determinados por dos elementos: la cuantía de la reducción requerida, que dependerá del nivel que se acuerde como adecuado para iniciar la política monetaria común, y el tiempo disponible para hacer el ajuste.

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

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

GRÁFICO 6  
TIPOS ALEMANES A TRES MESES

En contratos de futuro a diciembre de 1998



Fuente: Bloomberg.

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

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

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

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

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

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

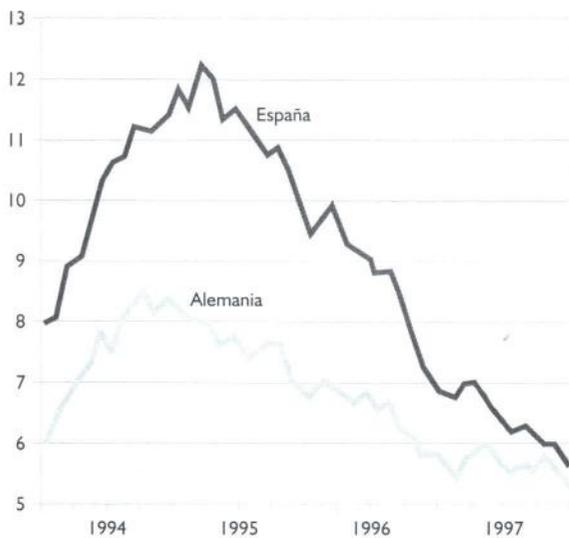
La otra ventaja es que, con tipos de interés diferentes, los bancos centrales ganan algún margen de maniobra adicional para el caso de que la credibilidad del anuncio no sea total a lo largo de los meses del período interino. Evidentemente, con tipos de interés iguales, los tipos de cambio deberían situarse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

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

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

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

GRÁFICO 7  
TIPOS NOMINALES A DIEZ AÑOS



Fuente: OCDE y Banco de España.

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

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

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

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

# El Sistema TARGET

Francisco Tur Hartmann

## I. INTRODUCCIÓN

El debate sobre la tercera fase de la Unión Monetaria está centrado principalmente en los obstáculos tanto económicos como políticos para que el proceso llegue a buen fin.

En este sentido, el trabajo técnico de preparación de los bancos centrales nacionales y del Instituto Monetario Europeo (IME) no es bien conocido por la opinión pública.

En este artículo, trataré sobre el trabajo que se ha llevado y se está llevando a cabo actualmente en el campo de los sistemas de pago en la UE. En concreto, me referiré al diseño del sistema TARGET, en el cual, y como miembro del IME, he participado desde su inicio conjuntamente con los responsables de los servicios de liquidación de los bancos centrales de la Unión Europea.

Asimismo, me referiré a algunos temas no específicamente técnicos relacionados con TARGET que se han decidido recientemente y que han sido publicados en el segundo informe preparado por el IME (1) sobre los avances conseguidos en el proyecto TARGET.

Finalmente, me referiré a los preparativos que la banca tiene que llevar a cabo en relación con la puesta en marcha de TARGET.

Como es sabido, en noviembre de 1994, el Instituto Monetario Europeo (IME) y los bancos centrales de la Unión Europea anunciaron el desarrollo de un sistema de pagos para la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Este sistema de pagos comprendería los sistemas de liquidación bruta en tiempo real de los bancos centrales que componen la UEM, el mecanismo de pagos del Banco Central

Europeo, así como el sistema para interconectar todos estos componentes. Se decidió llamar a este sistema TARGET, acrónimo de Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer.

El propósito principal de TARGET es permitir y facilitar la transferencia de fondos entre los bancos centrales nacionales con el objetivo de, en primer lugar, promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago, proporcionando el soporte necesario para la ejecución de la política monetaria única en la tercera fase de la Unión Monetaria; y en segundo lugar, la creación de mecanismos seguros y eficientes para la liquidación de grandes pagos, incluyendo operaciones de mercado monetario.

## II. LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL Y SU RELACIÓN CON TARGET

La Unión Monetaria supone 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. El SEBC será la institución responsable de poner en marcha el euro.

TARGET es el sistema de liquidación para las operaciones realizadas en el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Para entender el diseño de TARGET, en primer lugar me referiré a los sistemas de liquidación bruta en tiempo real.

### Sistemas de liquidación bruta en tiempo real

Los sistemas de liquidación bruta en tiempo real reemplazan los sistemas de compensación al final del

día, en los cuales los mensajes son intercambiados en lotes o en tiempo real, pero la liquidación de la posición neta después de estos intercambios se lleva a cabo únicamente al final del día y de forma centralizada. De este modo, y en el caso de que la entidad receptora de una orden de pago efectúe otro inmediatamente después, corre el riesgo de que al final del día la entidad de crédito ordenante no tenga suficiente liquidez y, por tanto, no le puedan compensar asentar el pago, habiendo la entidad receptora dispuesto de estos fondos con antelación sin tenerlos realmente.

Este riesgo se elimina, o cuanto menos se reduce, con los sistemas de liquidación bruta en tiempo real. Las transacciones son liquidadas una a una en tiempo real, es decir, el pago se realiza vía banco central, el cual adeuda la cuenta de la entidad de crédito ordenante y abona por el mismo importe la cuenta de la entidad de crédito receptora del pago. En este caso, el mensaje recibido por la entidad de crédito receptora es una confirmación de la disponibilidad de fondos.

En esta situación, la entidad de crédito ordenante o tiene liquidez, o depósitos suficientes en el banco central, o bien posee suficiente crédito para efectuar el pago.

En la UEM, los sistemas de liquidación de los países que formen parte de la unión monetaria operarán con la misma moneda, y algunos países de la UE que no formen parte de la UEM también gestionarán sistemas en euro, como en moneda extranjera.

TARGET es el proyecto que enlazará los sistemas de liquidación bruta en tiempo real en euro de los bancos centrales nacionales de la Unión Europea.

### III. EL CONCEPTO DEL SISTEMA TARGET

En la tercera fase de la Unión Monetaria, la puesta en marcha de una política monetaria común se verá reflejada en un único tipo de interés en el mercado monetario. Como resultado, la fragmentación en distintos mercados monetarios desaparecerá y, por tanto, emergerá un mercado interbancario único en la UEM. Un mercado de estas características, requiere que las entidades de crédito sean capaces de gestionar sus respectivas posiciones eficientemente y que además se puedan efectuar operaciones de arbitraje de forma fácil y rápida.

Para tal fin, es necesario un sistema de pagos integrado para la UEM con el objetivo de asegurar que, en esta nueva área económica, la liquidez pueda

transferirse de un banco a otro de forma segura, eficaz y rápida, como ocurre actualmente en las distintas áreas monetarias nacionales.

### 1. Diseño del sistema TARGET

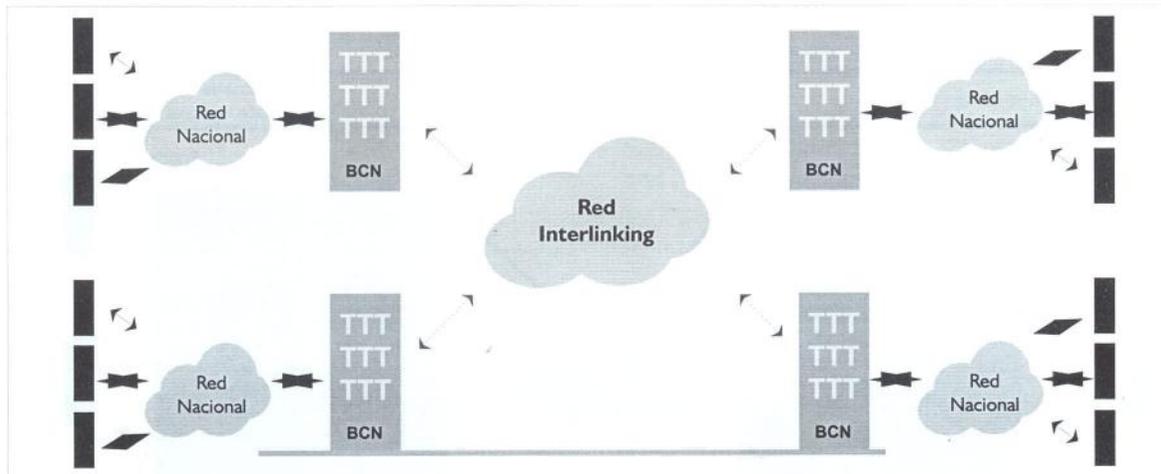
En este sentido, TARGET ha sido diseñado como un sistema de pagos compuesto por un sistema de liquidación bruta en tiempo real en cada uno de los estados miembros de la UE y por el mecanismo de pagos del Banco Central Europeo.

Para ejecutar las órdenes de pago en euros de un sistema a otro, los sistemas de liquidación y el mecanismo de pagos del Banco Central Europeo están interconectados entre sí utilizando unos procedimientos comunes (el sistema Interlinking). Los sistemas de liquidación de los estados miembros que no adopten la moneda única al inicio de la tercera etapa de la UEM también serán autorizados a conectarse a TARGET, siempre y cuando sean capaces de procesar el euro como moneda extranjera además de la propia moneda nacional.

TARGET será un sistema descentralizado. Excepto un número limitado de pagos que corresponden a las actividades propias del BCE, los pagos transfronterizos en TARGET se procesarán a través de los sistemas de liquidación de los bancos centrales nacionales, y se intercambiarán bilateralmente entre los correspondientes bancos centrales.

El sistema Interlinking está formado por una red de telecomunicaciones conectada en cada país a un interface denominado "componente nacional del sistema Interlinking". Estos componentes consisten en la infraestructura y procedimientos necesarios, que son utilizados conjuntamente en cada uno de los sistemas de liquidación para las operaciones de pago transfronterizas en el ámbito europeo. Con este sistema descentralizado será posible mantener, en mayor o menor medida, los distintos tipos y formatos de mensajes establecidos por cada banco central. Por lo tanto, las entidades de crédito no se verán muy afectadas en su operativa actual, y será el banco central correspondiente el responsable de garantizar que la orden pueda ser transmitida a través de la red establecida en el ámbito del SEBC, utilizando los procedimientos Interlinking que serán idénticos en todos los países.

GRÁFICO I  
DISEÑO DEL SISTEMA TARGET



BCN: Banco Central Nacional

## 2. Funcionamiento de TARGET

El funcionamiento de TARGET será el mismo que el de un sistema de liquidación en el que órdenes de pago se procesan una a una de forma continua. Esto implica la liquidación firme e inmediata de todos los pagos, con la condición de que haya suficientes fondos o facilidades de descubierto en la cuenta que la entidad de crédito ordenante tiene en su banco central. Los bancos centrales de la Unión Europea proveerán con liquidez, bien permitiendo la colateralización de descubiertos intra-día o bien utilizando *repos* intra-día.

Para la realización de pagos transfronterizos, los bancos centrales y el Banco Central Europeo abrirán cuentas Interlinking bilaterales ya que los pagos transfronterizos a través de TARGET suponen la correspondiente liquidación en dos bancos centrales. Todas las cuentas TARGET serán en euros.

El tiempo transcurrido desde que la cuenta de la entidad de crédito ordenante es adeudada hasta que la cuenta de la entidad de crédito receptora es abonada será como máximo treinta minutos. En condiciones normales, el tiempo de transmisión entre bancos centrales será cuestión de unos pocos segundos.

Para iniciar un pago transfronterizo en TARGET, la entidad de crédito ordenante envía una orden de pago a su banco central a través del sistema de liquidación bruta en tiempo real correspondiente. La orden de pago se considerará válida siempre y cuando cumpla con la normativa local y el pago no exceda el

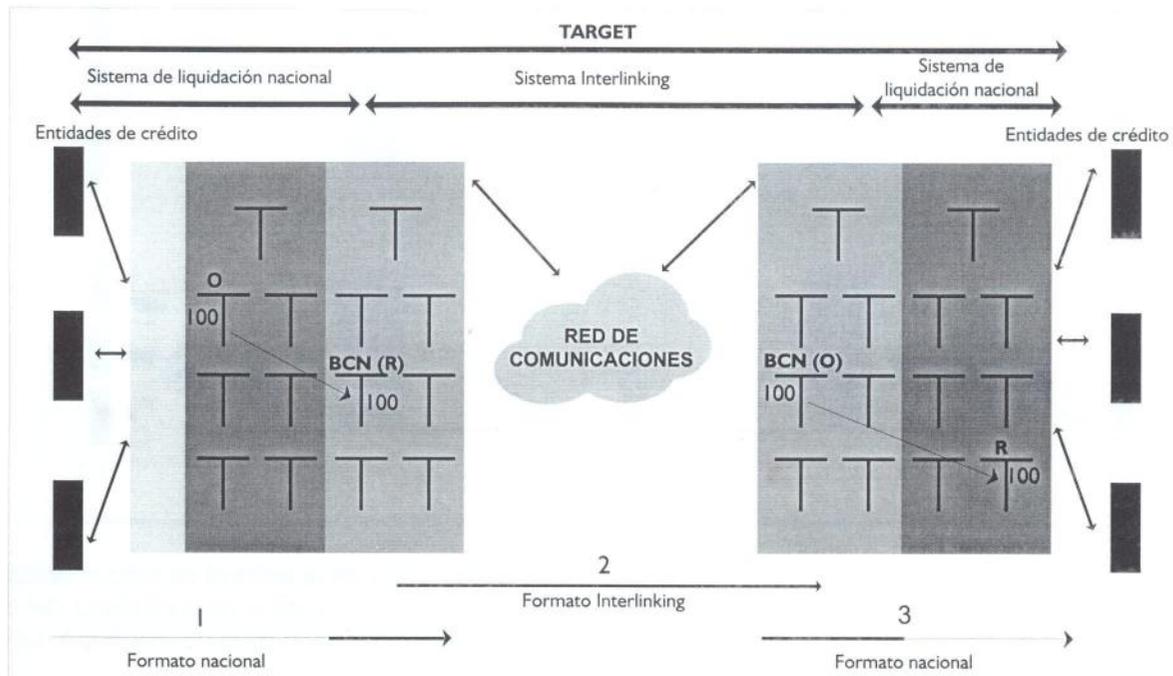
saldo de la cuenta de la entidad de crédito ordenante. Asimismo, se comprobará la disponibilidad del banco central receptor del pago (que no sea fiesta nacional, etcétera).

Una vez que la orden de pago es declarada válida, el montante del pago es inmediata e irrevocablemente adeudado en la cuenta que la entidad de crédito posee en el sistema de liquidación, y abonado en la cuenta Interlinking del banco central receptor del pago.

El banco central receptor de la orden comprobará si la entidad de crédito receptora, especificada en la orden de pago, participa directa o indirectamente en el sistema de liquidación. Asimismo, comprobará todas las características relativas a la seguridad del mensaje. En el caso de que la orden de pago se considere válida, el banco central receptor de la orden convertirá el mensaje Interlinking en el formato usado siguiendo los estándares nacionales. Adeudará la cuenta del banco central que inició la orden de pago y abonará el montante del pago en la cuenta de la entidad de crédito receptora.

Finalmente, el banco central receptor comunicará el abono, a través del sistema de liquidación local, a la entidad de crédito receptora del pago. Si dicha entidad de crédito no es un participante directo o indirecto en el sistema de liquidación, el banco central receptor rechazará el pago, devolviéndolo al banco central ordenante, que a su vez procederá a la devolución inmediata de los fondos a la entidad de crédito correspondiente.

GRÁFICO 2  
FUNCIONAMIENTO DE TARGET



### 3. Funciones operativas del Banco Central Europeo en TARGET

El Banco Central Europeo tendrá principalmente la misión de coordinar el funcionamiento de TARGET, incluyendo la difusión de información y la asistencia a los responsables de los sistemas de liquidación de los bancos centrales.

De la misma forma, el Banco Central Europeo es el responsable del desarrollo y la gestión del Centro de Pruebas de TARGET, el cual es usado por todos los bancos centrales para probar sus sistemas.

Además, asumirá tareas de control, en particular al final del día con la aplicación de cierre de operaciones cuya función es controlar, basándose en mensajes recibidos de los bancos centrales, el cuadro de las operaciones bilaterales en los bancos centrales así como el cierre de TARGET.

Con su mecanismo de pagos, el Banco Central Europeo desarrollará las siguientes funciones:

- Proporcionar un instrumento de liquidación a sistemas de compensación transfronterizos. En concreto, EBA (ECU Banking Association) abrirá una cuenta de compensación en el Banco Central Euro-

peo para liquidar el sistema de liquidación y compensación del euro. Además, EBA podrá abrir cuentas de compensación en los bancos centrales nacionales que así lo requieran.

- Realizar sus propios pagos.

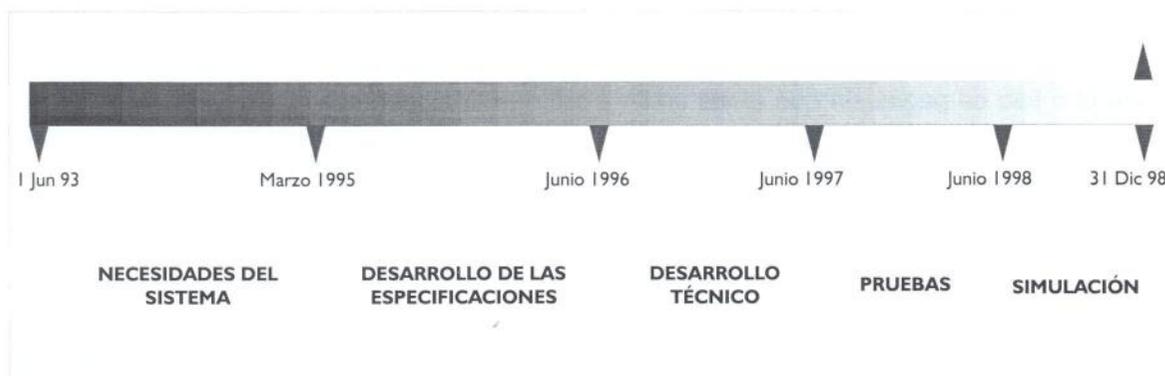
- Posiblemente mantener cuentas a clientes institucionales (FMI, CE, etc.) excluyendo entidades de crédito.

### 4. Calendario de la implementación de TARGET

TARGET es uno de los proyectos más importantes del IME. Siguiendo prácticas habituales en la gestión de proyectos de estas características, se ha preparado un calendario detallado, en el cual las diferentes etapas son ejecutadas consecutivamente. Dichas etapas son el estudio de las necesidades del sistema, el desarrollo de las especificaciones, el desarrollo técnico y finalmente las pruebas y la simulación del sistema.

Debido a que TARGET es un sistema descentralizado, los trabajos preparatorios deben realizarse tanto en los bancos centrales nacionales como en el Instituto Monetario Europeo.

GRÁFICO 3  
CALENDARIO DE LA IMPLEMENTACIÓN TARGET



a) *En el ámbito nacional.*

De acuerdo con el calendario del proyecto TARGET:

— A mediados de 1997 casi todos los países finalizaron el desarrollo de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real en los bancos centrales nacionales.

— Al menos tres sistemas de liquidación bruta en tiempo real (entre ellos España) iniciaron la fase de pruebas con el centro de pruebas del IME en julio de 1997. Los restantes deberán ser capaces de iniciar esta fase en diciembre de 1997 como muy tarde.

— Todos los bancos centrales deberán ser capaces de iniciar la fase de simulación en julio de 1998.

Actualmente, la mayoría de bancos centrales están respetando el calendario, y no parece que vaya a haber problemas en julio de 1998.

b) *En el ámbito del IME/ECB.*

El IME ha desarrollado el centro de pruebas para TARGET. La mayoría de bancos centrales están probando actualmente el componente Interlinking.

Como ya he mencionado anteriormente, las otras dos aplicaciones bajo la responsabilidad del IME son:

- la aplicación de cierre de operaciones, y
- el mecanismo de pagos del Banco Central Europeo.

El desarrollo de la aplicación de cierre de operaciones comenzó en mayo de este mismo año y ha finalizado en octubre.

Las especificaciones del mecanismo de pagos del Banco Central Europeo se han finalizado en septiembre, y se espera que el sistema esté disponible en junio de 1998.

#### IV. SITUACIÓN ACTUAL DE ALGUNOS ASPECTOS OPERATIVOS EN TARGET

##### 1. Acceso a TARGET

Los criterios de acceso a los sistemas de liquidación bruta en TARGET seguirán dependiendo de los bancos centrales nacionales. En principio, sólo los bancos centrales y las entidades de crédito pueden ser admitidos como participantes directos en sistemas de transferencia de fondos que procesen pagos de terceros, tal como se establece en la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria. Sin embargo, los bancos centrales pueden permitir que otras entidades sean participantes directos en el sistema de liquidación, siempre y cuando estas entidades sean supervisadas por una entidad competente reconocida oficialmente.

##### 2. Pagos que serán procesados en TARGET

El principal objetivo del sistema TARGET es facilitar la ejecución de la política monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales en la tercera etapa de la Unión Monetaria. Por tanto, será obligatorio que las

entidades de crédito utilicen TARGET para procesar pagos directamente relacionados con operaciones de política monetaria (teniendo al SEBC como punto de destino o de procedencia).

Asimismo, las entidades de crédito podrán utilizar TARGET para otro tipo de pagos sin que exista un límite superior o inferior en el montante de las operaciones. Sin embargo, se supone que TARGET será utilizado principalmente para procesar grandes pagos.

### **3. Horario y días de operación de TARGET**

El horario y los días de operación de TARGET ha sido una decisión a la cual se ha tenido que dedicar especial atención debido, principalmente, al papel que TARGET tendrá en los sistemas de pagos y mercados financieros en euro.

Por supuesto que las transacciones en los mercados financieros pueden ser efectuadas utilizando otros mecanismos que no sean TARGET. Sin embargo, al final del día, dichos mecanismos necesitan liquidar sobre cuentas en el banco central, por lo que deberán utilizar TARGET.

Como consecuencia, el euro no se liquidará cuando TARGET no esté operativo, lo cual significa que, en primer lugar, los días que TARGET esté operativo determinarán las fechas de valor del euro y, en segundo lugar, el euro no se negociará el día en que TARGET no esté operativo.

Tomando los días de operación como referencia; si TARGET cerrase cada vez que un país de la UE tuviera un día festivo, debería cerrar aproximadamente cincuenta días laborables al año. En otras palabras, el euro sería solamente negociado una media de cuatro días a la semana, e incluso en algunas ocasiones no sería negociado durante toda una semana.

Al comienzo de la tercera etapa de la Unión Monetaria, el horario normal de operación de TARGET será de las siete de la mañana hasta las seis de la tarde (la hora de referencia utilizada será la del lugar donde el Banco Central Europeo está localizado). La hora límite para procesar pagos a terceros será las cinco de la tarde; una hora antes de la hora límite para así permitir a los bancos comerciales ajustar sus posiciones. De todos modos, se permitirá que los bancos centrales efectúen variaciones sobre este horario, previa consulta al Banco Central Europeo y a los demás bancos centrales nacionales.

Además de los sábados y domingos, el día de Navidad y el día de Año Nuevo son considerados festivos para TARGET. Durante los restantes días del año, TARGET estará abierto, aunque se permitirá a los bancos centrales cerrar los sistemas nacionales cuando así lo requiera la ley o la comunidad bancaria. Siempre que al menos dos sistemas de liquidación estén en funcionamiento, el sistema Interlinking entre estos dos sistemas permanecerá abierto.

### **4. Política de precios**

Cada orden de pago transfronteriza tendrá un precio. Dicho precio estará basado en el principio de total recuperación de costes del sistema TARGET, en línea con la Directiva sobre Competencia de la Unión Europea.

El precio de las órdenes de transferencia en euro en los sistemas de liquidación bruta nacionales se determinará a nivel nacional, teniendo en cuenta que el precio de las transferencias nacionales debe ser similar al aplicado a las transferencias transfronterizas.

Una metodología de costes similar ha sido aplicada por el IME y los bancos centrales de la Unión Europea para determinar el margen en el cual se debe situar el precio de una orden de pago en TARGET.

Considerando las dificultades que todavía existen para estimar el volumen de pagos transfronterizos que serán procesados por TARGET, y el precio exacto de todos los costes originados por TARGET, se ha acordado inicialmente que el precio de una transacción estará entre 1,5 y 3 euros.

El precio exacto será decidido por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo cuando se tenga la información necesaria.

La posibilidad de aplicar diferentes tarifas dependiendo del uso que los participantes hagan de TARGET se examinará durante el primer semestre de 1998. Dichas alternativas no se aplicarán al principio de la tercera etapa de la Unión Monetaria.

Asimismo, las variaciones del precio durante el día (dependiendo del momento de la ejecución de la operación) se estudiarán después del comienzo de la tercera etapa considerando la experiencia obtenida con el funcionamiento de TARGET.

## 5. Provisión de liquidez intra-día

---

Las necesidades de liquidez intra-día dependen principalmente del momento en que los pagos son enviados o recibidos. Si durante el día, un participante envía órdenes de pago por un importe que excede el total de los pagos recibidos hasta ese momento, dicho participante tendrá una falta de liquidez que le impedirá efectuar nuevos pagos.

En este sentido, la provisión de liquidez intra-día es una característica importante para el sistema TARGET, ya que la falta de los mecanismos necesarios para proporcionar liquidez a los participantes que la requieran podría originar demoras en la liquidación o bloqueos en colas de espera, lo cual podría desanimar a las entidades de crédito a utilizar TARGET.

## 6. Crédito intra-día en los países del área euro

---

Los bancos centrales que participen en la tercera fase de la Unión Monetaria, proporcionarán crédito intra-día (reembolsado al final del día a tipo de interés cero) a las entidades de crédito participantes en su sistema de liquidación en TARGET, utilizando diferentes técnicas aunque siempre colateralizado. En particular, en algunos países los bancos centrales permiten que las entidades de crédito actúen en descubierto durante el día, mientras que en otros se utilizan *repos* intra-día.

## 7. Provisión de liquidez intra-día en los países que no formen parte en la tercera etapa de la UEM

---

El Consejo de Instituto Monetario Europeo, en su reunión de diciembre de 1996, decidió preparar tres mecanismos con el objetivo de evitar que, en el caso de que los bancos centrales del área del euro proporcionen crédito intra-día a los bancos centrales que no participen en la tercera etapa de la Unión Monetaria, el mencionado crédito intra-día se convierta en crédito a un plazo mayor (*overnight*).

La decisión final sobre la provisión de dicho crédito intra-día, y el mecanismo a desarrollar se tomará por el Consejo de Gobierno de Banco Central Europeo.

## V. PREPARATIVOS QUE LA BANCA TIENE QUE LLEVAR A CABO EN RELACIÓN A TARGET

---

La respuesta a cómo prepararse para TARGET se puede dar desde un punto de vista estratégico o desde un punto de vista técnico.

Las entidades de crédito que participen en alguno de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real en euros conectado a TARGET, podrán procesar transferencias de pago transfronterizas sin grandes dificultades, usando formatos y redes de comunicación nacionales. En muchos países se emplean las mismas redes de comunicación y formato para pagos transfronterizos que para pagos nacionales. De todos modos, en algunos sistemas de liquidación depende de que el pago sea o no transfronterizo.

El acceso a TARGET sigue dependiendo del criterio de los bancos centrales nacionales, aunque, normalmente, un participante admitido a un sistema de liquidación nacional debe poder efectuar transferencias en TARGET.

Otro de los requisitos técnicos para tener acceso a TARGET es tener un código de identificación bancario de SWIFT(2).

Desde un punto de vista estratégico, la primera pregunta que nos podemos hacer es la selección del sistema de liquidación que se va a utilizar para acceder a TARGET. Aunque se podrá acceder desde cualquiera de los quince sistemas de liquidación en euro, todavía no se puede asegurar que los participantes que accedan remotamente a TARGET vayan a tener acceso a liquidez intra-día. Se espera de todas maneras que la gran mayoría de entidades de crédito accedan a TARGET mediante el sistema de liquidación de su país de origen.

Otro tema delicado es el referido a las relaciones de corresponsalía dentro de la zona del euro. En un principio, no habrá necesidad de mantener dichas relaciones teniendo en cuenta que TARGET permitirá acceder a todas las entidades de crédito conectadas a alguno de los sistemas de liquidación en euro.

Finalmente, y refiriéndome a la situación en España, en la actualidad los pagos transfronterizos se procesan mediante corresponsalías y son liquidados posteriormente en sistemas netos. Con TARGET, las entidades de crédito tendrán la posibilidad de procesar estos pagos a través de los sistemas de liquidación brutos en tiempo real nacionales.

El panorama cambiará y las entidades deberán decidir cuál de las soluciones es la más apropiada para su entorno.

## CONCLUSIÓN

---

TARGET es el vehículo fundamental para la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

Como ya he mencionado anteriormente, TARGET es un proyecto vital para los bancos centrales ya que será utilizado como el soporte necesario para la ejecución de la política monetaria, y además será un sistema que se podrá utilizar eficientemente para las operaciones del mercado monetario.

En este sentido, los bancos centrales y el Instituto Monetario Europeo le han dedicado especial atención, armonizando las características de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real y facilitando así la interconexión entre los distintos componentes.

Características como, por ejemplo, la seguridad del sistema, son examinadas periódicamente mediante una metodología y estrategia adecuadas para identificar los riesgos del sistema con suficiente antelación.

El proyecto TARGET es un proyecto muy complejo que debe ejecutarse en un intervalo de tiempo muy corto, y que, además, está sometido a un entorno institucional, como son los bancos centrales nacionales, que no puede ser fácilmente modificado.

Para asegurar que el sistema esté en funcionamiento en los plazos previstos, el Consejo del IME estableció en 1995 una estrategia y una metodología para las fases de prueba y simulación. Se estableció que dichas fases deberían comenzar en julio de 1997 con una duración de dieciocho meses.

La fase de pruebas ya ha comenzado.

Sin lugar a dudas TARGET estará en funcionamiento el 4 de enero de 1999.

## NOTAS

(1) "Second Progress Report on the TARGET Project", Septiembre 1997, European Monetary Institute.

(2) SWIFT es el proveedor de la red Interlinking.

# Cambios en la financiación del déficit público

Jaime Caruana

Los cambios que se están produciendo en la financiación del déficit público son un buen reflejo de los que se están produciendo en el comportamiento de la economía española.

Posiblemente, el cambio más importante y habitualmente destacado es el descenso del coste de la financiación como consecuencia de la rápida bajada de los tipos de interés.

En 1995 el coste medio de las emisiones en dicho año fue del 10 por 100, a finales de 1997 el coste medio era 5 por 100. Esta fuerte reducción del coste de financiación no es sólo importante cuantitativamente sino también muestra cambios cualitativos en la economía.

En este artículo se recogen algunos aspectos adicionales a la pura reducción de tipos de interés, que suponen cambios relevantes en la financiación del déficit y que reflejan un comportamiento diferente de la economía en su conjunto.

## I. FAVORABLE FLUJO DE FONDOS

El primero de los aspectos se refiere al cambio en los flujos de fondos que financian la economía, que se ha producido en 1997 y que refleja la creciente disparidad entre dos tendencias:

La primera tendencia se refiere a la reducción de la deuda pública medida en términos de PIB, como consecuencia de la política de consolidación fiscal necesaria para conseguir un crecimiento sostenido, que es parte importante de las reglas del juego económicas de la Unión Monetaria Europea.

La segunda tendencia, es la del crecimiento del ahorro canalizado a través de los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones y seguros).

Ambas tendencias se encuentran en el mercado de capitales y tienen como consecuencia un fuerte crecimiento de la demanda potencial de deuda pública (en general de todos los instrumentos de inversión) y un menor crecimiento (hasta perder peso en términos de PIB) de su oferta, consecuencia de menores necesidades de apelación al mercado por parte de los tesoros.

Vamos a tratar de cuantificar esta favorable evolución de los flujos de fondos, sus características y sus consecuencias.

En el período 1990-96 los activos de los inversores institucionales crecieron en 26,6 billones de pesetas, en ese mismo período la deuda pública creció en 29,3 billones de pesetas. Es decir, por cada peseta que crecían los activos de los inversores institucionales, la deuda crecía 1,1 peseta. Estas cifras muestran el efecto expulsión de los déficit públicos del período y también la presión sobre los tipos de interés al ser el sector público un fuerte demandante de ahorro.

No se trata de un fenómeno únicamente español, en los principales países de la OCDE se producía un fenómeno parecido si bien de menos intensidad, en términos medios, se puede estimar que por cada peseta de crecimiento de activos, la deuda pública crecía en torno a 0,7 pesetas.

En 1997, la situación de flujo de fondos cambia de forma radical y por cada peseta de crecimiento de los

activos se emite deuda por 0,2 pesetas. Se trata de un cambio de importantes implicaciones: por una parte el Estado deja sitio para que el ahorro financie la economía privada y no se dirija mayoritariamente a financiar el déficit público, y por otra parte, supone una menor demanda de ahorro que facilita un descenso del tipo de interés de equilibrio. Especialmente, cuando este fenómeno ocurre en el ámbito de los principales países de la OCDE, y por lo tanto hay una directa influencia en el ahorro global.

Una característica adicional es la continuidad del fenómeno en los próximos años. Por una parte, el entramado de la UEM basado en la obligación de financiación ortodoxa de los déficit públicos y simultáneamente la obligación de que éstos no sean excesivos. Obligación que se concreta en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La conclusión de esta disciplina fiscal es una reducción de déficit públicos y también del peso de la deuda con relación al PIB.

Por otra parte, el hecho de que la riqueza de los ahorradores crezca ganando peso con relación al PIB y que esta tendencia por razones demográficas y de ahorro precaución tienda a continuar, va a facilitar que esta favorable evolución de los flujos se mantenga en los próximos años.

En el cuadro núm. 1 se aprecia cómo en los principales países de la OCDE, con excepción de Japón, los activos de los inversores institucionales han crecido ganando peso con relación al PIB.

## II. AHORRO Y TIPOS DE INTERÉS

En el apartado anterior se ha mencionado la relación entre la evolución positiva del déficit público y la deuda pública con las reducciones de los tipos de interés. Conviene detenerse en este aspecto ya que ha sido objeto de controversia y su comprobación empírica difícil.

Desde mitad de los 70 a mitad de los 90, se produce un fuerte proceso de incremento de los déficit públicos acompañados de un crecimiento y posterior mantenimiento de los tipos de interés reales en el ámbito de los principales países de la OCDE.

De forma esquemática se puede resumir lo sucedido en los siguientes puntos (principales países OCDE, cifras en porcentaje del PIB excepto los intereses):

CUADRO NÚM. 1  
ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS INVERSORES  
INSTITUCIONALES  
(Porcentaje del PIB)

	1990	1995	Incr.
EEUU . . . .	127,4	170,8	43,4
R.Unido . . .	114,5	162,3	47,8
Holanda . . .	133,4	158,4	25,0
Japón . . . .	81,7	77,4	-4,3
Francia . . .	52,9	75,3	22,4
Bélgica . . .	44,8	53,6	8,8
Alemania . .	36,5	46,1	9,6
España . . .	16,3	38,3	22,0
Italia . . . .	13,3	20,6	7,3

Fuente: OCDE.

— Descenso del ahorro público de 7 puntos del PIB al pasar de +5 por 100 (73) a -2,3 por 100 (94).

— Aumento del déficit público en 4 puntos, pasando de 1,1 por 100 (73) a -5 por 100 (94).

— Disminución del ahorro nacional en 9,7 puntos al pasar de +27,4 por 100 (73) a 17,7 por 100 (94).

— Caída de la inversión en 7,3 por 100, pasando de +26 por 100 (73) a 18,7 por 100 (94).

— Incremento de los tipos de interés real cerca de 8 puntos. Pasaron de ser negativos -1,7 por 100 (73) a ser positivos y situarse en 6,1 por 100 (94).

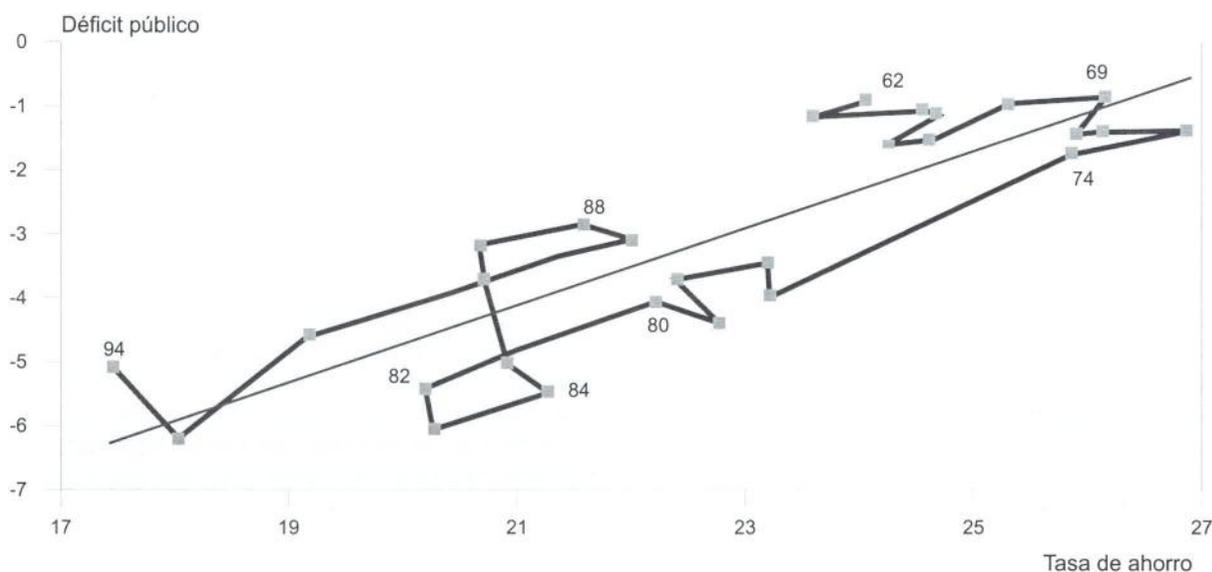
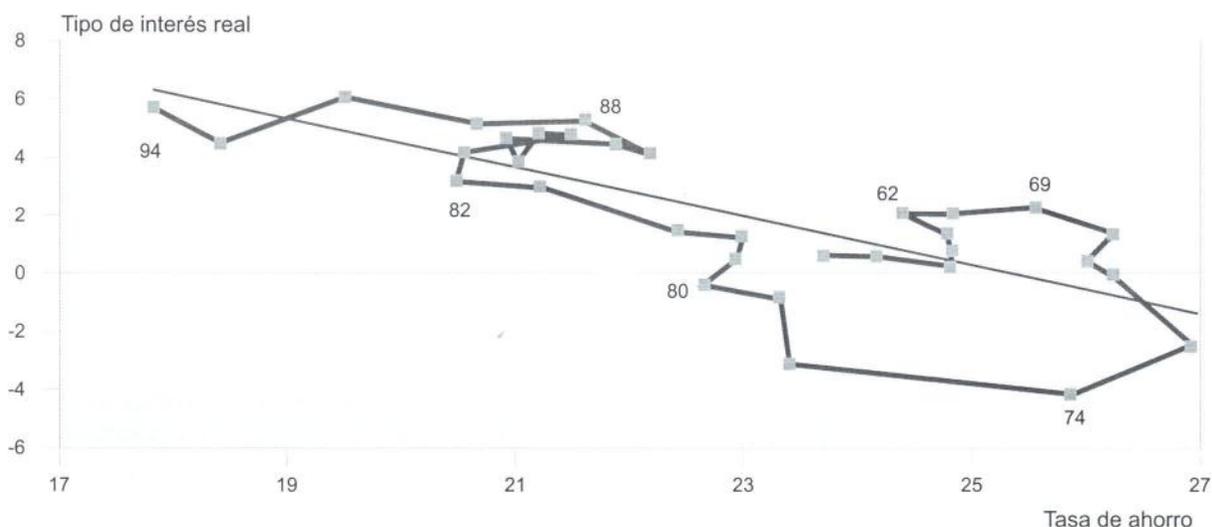
Estos datos y los gráficos adjuntos reflejan que el aumento del déficit público fue acompañado de una caída del ahorro nacional, sin que la caída de ahorro público fuese acompañada de un incremento del ahorro privado.

No se cumplió, por tanto, la hipótesis de equivalencia ricardiana según la cual los consumidores consideran que un aumento del déficit público supone mayores impuestos futuros y, por tanto, incrementan su ahorro en la cantidad necesaria como para pagar esos impuestos futuros, compensando la caída de ahorro público de forma que el ahorro total permaneciese al mismo nivel.

En el gráfico 1 puede verse la correlación directa entre el déficit público y el ahorro total de la economía en el período considerado y también la correlación inversa entre la tasa de ahorro y los tipos de interés reales.

No se trata de entrar en el debate de la influencia entre la política fiscal y los tipos de interés. El único

GRÁFICO I  
TASA DE AHORRO OCDE 1962-1994



objetivo de esta reflexión es llegar a la conclusión de que el nuevo contexto de consolidación fiscal asociado con la UEM supone de alguna forma deshacer el camino andado y que el ahorro público debería llevar a un mayor ahorro global y a unos menores tipos de interés reales. Proceso que ya se ha iniciado pero que posiblemente no haya agotado su recorrido. Esta tendencia a menores tipos de interés reales se superpondría a las condiciones propias de la posición de la economía en el ciclo económico.

### III. VALORACIÓN Y CURVA DE TIPOS DE INTERÉS

Si se analiza la evolución de la inflación en los países de la Unión en los últimos 25 años, se pueden observar tres características fundamentales:

En primer lugar, el notable grado de convergencia en las tasas de inflación, en segundo lugar, la reducción en los niveles medios de inflación y, finalmente, una reducción en la volatilidad de la misma.

En el cuadro núm. 2 pueden observarse las tres características: Si descomponemos el período 1970-97

**CUADRO NÚM. 2  
IPC MENSUALES SOBRE AÑO ANTERIOR**

		ESPAÑA	ALEMANIA	EE.UU.	OCDE
Media.....	1970-97	10,3	3,7	5,5	7,2
	1970-89	12,3	3,9	6,3	8,4
	1990-97	4,9	3,0	3,4	3,9
Desv. estándar.....	1970-97	5,7	2,0	3,1	3,1
	1970-89	5,4	2,1	3,2	2,7
	1990-97	1,3	1,4	1,0	1,1

en dos subperíodos 1970-89 y 1990-97 podemos ver cómo la inflación española se ha reducido acercándose a la alemana. De una media de 12,3, en las décadas de los setenta y ochenta, 8,4 puntos más que la alemana, hemos pasado a una media en los noventa de 4,9, 1,9 puntos mayor que la alemana. Las últimas cifras de 1997 apuntan a una diferencia de apenas 0,2 puntos.

La diferencia en volatilidad también se ha reducido. Si en el período 1970-89 la volatilidad de la inflación española era de más del doble que la alemana en los años noventa es similar.

Un entorno de inflación baja y menos volátil, es un entorno diferente para la valoración de activos.

Los tipos de interés a corto plazo, directamente vinculados a la política monetaria, serán bajos y los tipos a largo plazo, contruidos sobre los tipos a corto añadiendo las expectativas de inflación y una prima de riesgo, tenderán también a reducirse al ser menor la volatilidad de la inflación, y por tanto más predecible, y precisar una menor prima de riesgo.

#### **IV. TENEDORES DE BONOS Y ESTABILIDAD DEL MERCADO**

La evolución de los tenedores de bonos y obligaciones ha experimentado cambios importantes en los dos últimos años.

Junto con el crecimiento de la inversión institucional, principalmente fondos de inversión y de pensiones, el peso de la inversión extranjera ha cambiado.

La inversión de no residentes fue un elemento determinante en el desarrollo del mercado de bonos y obligaciones en España, en 1993 representaba un 49 por 100 del mercado (en términos de tenencias). Durante la crisis de los bonos de 1994 pierden peso rápidamente, en 1997 pasan a tener un peso cercano al 25 por 100. Esta pérdida de peso se debe, por una parte, a la disminución de las tenencias de

extranjeros en valores absolutos pero, también, al crecimiento del mercado apoyado por los inversores españoles: sistema crediticio, fondos de inversión y pensiones, etcétera.

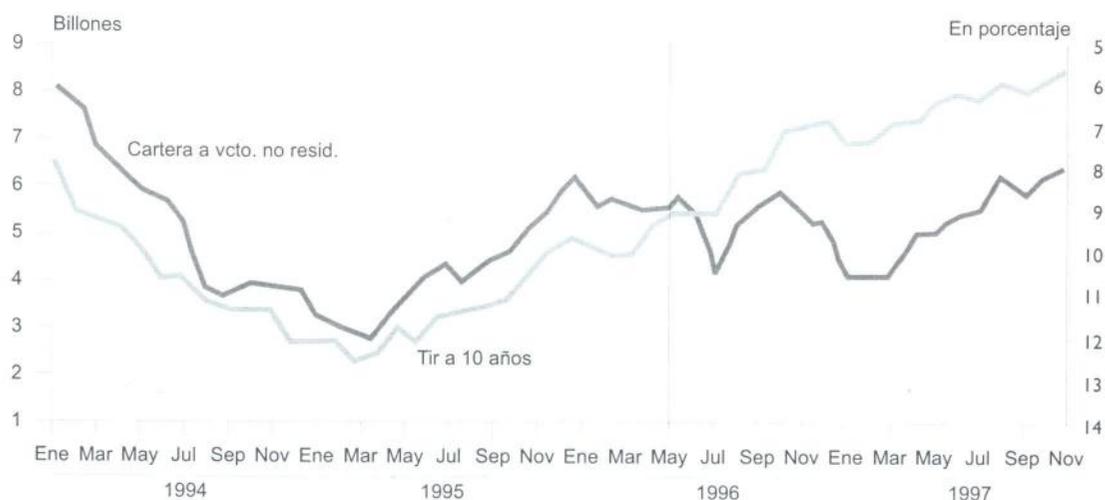
Este desarrollo del mercado español sobre la base de los inversores domésticos ha proporcionado una gran base de estabilidad al mercado. El papel de los fondos es muy relevante, no únicamente como inversores de deuda a vencimiento sino como financiadores de la deuda en las carteras del sistema crediticio a través de operaciones dobles (cuadro núm. 3).

Esta mayor estabilidad del mercado, consecuencia de su mayor madurez y profundidad, puede apreciarse en el gráfico 3 en el que se recoge, en un eje, el rendimiento de la deuda pública a diez años con la escala invertida, y en el otro eje las tenencias de deuda a vencimiento de los no residentes.

Hasta mayo de 1996 aproximadamente, la evolución de la rentabilidad de la deuda en el mercado y de los movimientos de las carteras de no residentes tenía una correlación muy elevada. La entrada de inversión extranjera en el mercado de bonos implicaba una reducción de tipos de interés y su retirada automáticamente se traducía en elevaciones de rentabilidades en el mercado secundario.

A partir de mayo de 1996, la correlación rentabilidad bonos-flujo de no residentes se hace cero o negativa y en todo caso no significativa. El comportamiento de los no residentes no parece seguir ninguna tendencia, aunque desde mediados de 1997 parecen incrementar sus posiciones, mientras que los tipos de interés han mantenido su clara tendencia a la reducción. La evolución del mercado se ha hecho más dependiente del comportamiento de los inversores nacionales que han mostrado una mayor preferencia por los largos plazos de lo que era habitual.

GRÁFICO 3  
CARTERA DE DEUDA DE NO RESIDENTES Y TIR A DIEZ AÑOS



## V. VIDA MEDIA DE LA DEUDA

A medida que la prima de riesgo de la deuda española se reducía con relación a la de Alemania y los inversores mostraban más interés en aumentar la duración de sus carteras, el Tesoro ha ido aumentando la vida media de la deuda emitida, reanudando una tendencia que se paralizó durante el período 1993-1996.

En el cuadro núm. 5 puede verse la evolución de la vida media de la deuda española en pesetas y cómo se estabiliza en torno al 3 por 100 desde 1993 hasta 1997, año en el que se alarga y alcanza una vida media de 3,6 años, frente a 3,09 años a fines de 1996.

El aumento de la vida media en 1997 ha supuesto que el crecimiento de la deuda en circulación (1,7 billones de pesetas.) se haya centrado en las emisiones de bonos y obligaciones que han aumentado en 4 billones. Este aumento contrasta con la evolución de las letras del tesoro, donde la financiación ha sido negativa y su saldo vivo ha disminuido en 1,5 billones.

## VI. TIPOS DE INTERÉS Y COSTE DE FINANCIACIÓN

Sobre un volumen total de 45 billones de pesetas, una reducción de cerca de 4 puntos del rendimiento

CUADRO NÚM. 3  
DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES DE LOS BONOS Y OBLIGACIONES  
(Millones de pesetas)

FECHA	BANCO ESPAÑA	SISTEMA CREDITICIO	SVB Y CIAS. SEGUR.	II COLEC. FONDOS PENSION.	SEGUR. PREV. SOCIAL	ESTAB. FINANC. CREDIT.	PERSON. FISICAS	EMPRES.	INVERS.N O RESIDENT.	TOTAL BONOS Y OBLIGAC.
1993. . . . .	498	4.252	230	1.149	423	18	234	494	7.015	14.314
Porcentaje . . .	3,5	29,7	1,6	8,0	3,0	0,1	1,6	3,5	49,0	100,0
1994. . . . .	518	7.082	412	1.494	894	37	267	963	4.060	15.728
Porcentaje . . .	3,3	45,0	2,6	9,5	5,7	0,2	1,7	6,1	25,8	100,0
1995. . . . .	553	8.495	938	1.362	1.264	22	380	985	5.486	19.484
Porcentaje . . .	2,8	43,6	4,8	7,0	6,5	0,1	1,9	5,1	28,2	100,0
1996. . . . .	567	9.387	998	2.997	1.577	42	411	115	5.443	22.549
Porcentaje . . .	2,5	41,6	4,4	13,3	7,0	0,2	1,8	0,5	24,1	100,0
1.997 . . . . .	558	9.681							6.608	26.613
Porcentaje . . .	2,1	36,4							24,8	100,0

**CUADRO NÚM. 4**  
**DEUDA DEL ESTADO EN CIRCULACIÓN(\*)**  
(Nominal en m.m.)

AÑO	DEUDA EN PESETAS				Asumida (**)	DEUDA EN DIVISAS (***)	BANCO DE ESPAÑA	TOTAL BRUTO	PORCENTAJE DEL PIB	BANCO DE ESPAÑA	TOTAL NETO
	A m/l plazo			Préstamos			(1)	(Cta. cte.)		(1+2)	
	Corto plazo	Bonos	Obligaciones								Resto
1976	1			560	33	72	12	678	9,5	68	745
1977	0			670	31	203	8	913	10,0	130	1.042
1978	90			829	29	145	7	1.100	9,9	182	1.283
1979	118			1.069	28	139	5	1.358	10,5	317	1.675
1980	170			1.270	88	142	4	1.674	11,1	643	2.317
1981	210			1.480	96	224	653	2.663	15,7	465	3.128
1982	115	82		1.639	233	388	1.124	3.580	18,3	1.037	4.617
1983	1.310	163	34	1.716	368	626	2.067	6.284	28,1	228	6.513
1984	3.675	209	176	2.247	342	793	2.449	9.890	39,1	-812	9.079
1985	5.100	317	362	2.315	612	834	2.913	12.453	43,9	-834	11.620
1986	5.963	1.730	774	2.265	526	511	3.550	15.319	47,1	-2.112	13.207
1987	7.870	2.094	774	2.087	495	474	683	14.477	39,8	449	14.926
1988	8.709	3.132	740	478	524	460	715	14.758	36,5	203	14.960
1989	9.975	3.484	667	368	392	444	902	16.231	35,8	254	16.485
1990	11.090	4.150	650	286	412	636	2.020	19.243	38,2	-994	18.250
	57,6%	21,6%	3,4%	1,5%	2,1%	3,3%	10,5%	100%			
1991	10.341	5.777	1.090	427	426	869	1.980	20.910	37,8	-945	19.965
1992	10.521	5.829	2.187	1.109	433	1.575	1.949	23.603	39,7	-1.028	22.575
1993	10.723	9.764	4.567	1.057	468	2.423	1.917	30.920	50,4	-3.201	27.719
1994	11.713	10.061	5.667	1.197	544	2.862	1.878	33.922	52,1	-1.843	32.078
1995	11.748	11.287	8.118	1.139	809	3.223	1.839	38.162	54,3	-1.561	36.601
1996	13.402	12.557	9.992	1.076	1.036	3.491	1.799	43.354	58,4	-2.528	40.825
1997	11.945	13.846	12.767	27	755	3.940	1.760	45.040	57,7	-1.636	43.404
incrm.	-1458	1289	2775	-1049	-280	449	-39	1686		893	2579

(\*) Deuda viva a fin de cada período.

(\*\*) Deuda asumida en pesetas. Incluye también las deudas en que sólo se ha asumido la carga financiera.

(\*\*\*) Propia y asumida.

efectivo de la deuda emitida supondría un ahorro anual de 1,8 billones de pesetas. si toda la deuda estuviese emitida al último tipo. Lógicamente, la deuda viva a finales de 1997 está compuesta de deuda emitida a lo largo de varios años y recoge un conjunto de tipos de interés.

La vida media de la deuda nos proporciona una primera aproximación de la velocidad de transmisión de la reducción de los tipos de interés a la carga financiera de la deuda. Un incremento de la vida media de la deuda, supone que reducciones adicionales de tipos de interés se transmitirán a la carga con mayor lentitud.

El gráfico 4 recoge la estructura de tipos de interés de los bonos y obligaciones a fin de 1997. Si nos fijamos en los extremos del gráfico, nos indica que el 100 por 100 de los bonos y obligaciones vivos tienen rendimientos inferiores al 14 por 100 y que sólo un 14 por 100 de los bonos y obligaciones vivos tienen rendimientos inferiores al 6 por 100.

Es de destacar que, prácticamente, la mitad de la deuda (46 por 100) tiene todavía rentabilidades superiores al 9 por 100. Recordemos que, desde enero de 1996, no se emiten bonos a tres años a tipos superiores al 9 por 100. Desde marzo de 1996, para el caso de bonos a cinco años, y junio de 1996 para los bonos a diez y quince años.

Las principales conclusiones son:

— La reducción de tipos de los dos últimos años no se ha transmitido más que en parte a la carga financiera. Si la transmisión hubiese sido completa y a los tipos de fin del año 1997, la carga financiera en los presupuestos para 1998 sería de cerca de 900.000 millones menor.

— La carga financiera de la deuda del Estado (a igualdad de deuda viva) seguirá disminuyendo mientras la nueva deuda se emita a rendimientos inferiores a la media de la deuda viva, lo que en estos momentos supone emitir por debajo del 9 por 100.

**CUADRO NÚM. 5  
DEUDA DEL ESTADO: VIDA MEDIA (Años)**

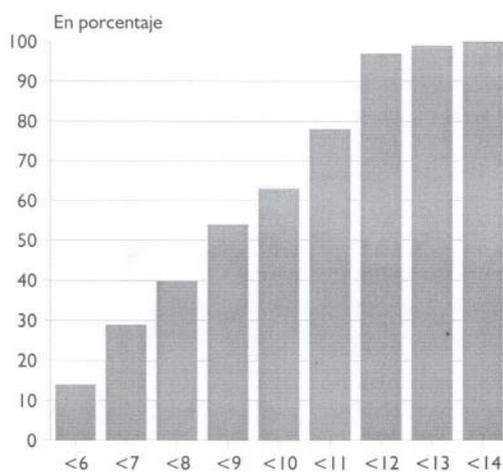
AÑO	DEUDA EN PESETAS					Asumida (*)	TOTAL PESETAS	DEUDA EN DIVISAS (**)	BANCO DE ESPAÑA	TOTAL VIDA MEDIA
	A corto plazo		A m/ll plazo							
	Letras(***)	Pagarés	Bonos	Obligac.	Resto					
1976	0,06				6,22	11,54	6,50	5,20	2,40	6,29
1977	0,08				6,57	11,17	6,77	3,70	2,00	6,04
1978	0,12				6,63	10,80	6,13	5,10	1,40	5,96
1979	0,16				6,60	10,46	6,06	4,40	1,00	5,87
1980	0,12				6,26	7,25	5,63	4,50	0,50	5,52
1981	0,15	0,50			5,74	6,52	5,13	4,40		5,05
1982		0,70	1,77		5,58	6,29	5,27	4,90		5,21
1983		0,77	1,77	4,81	5,25	5,20	3,58	5,00	21,00	4,30
1984		0,40	2,51	4,45	5,41	4,55	2,65	6,50	19,09	4,48
1985		0,69	1,85	4,46	5,09	4,03	2,45	8,80	18,89	4,19
1986		0,81	2,41	6,04	4,80	3,37	2,44	5,80	18,63	3,49
1987	0,67	0,71	1,79	5,04	4,26	4,24	1,89	6,10	18,40	2,80
1988	0,46	0,66	1,49	4,24	3,29	3,99	1,25	5,70	18,19	2,13
1989	0,40	0,75	1,92	4,45	3,24	3,57	1,25	5,10	14,76	2,04
1990	0,42	0,73	1,81	3,54	2,98	3,55	1,13	5,29	14,48	1,86
1991	0,43	0,57	2,22	5,95	3,75	3,50	1,57	6,00	14,21	2,24
1992	0,37	0,10	2,20	7,49	4,02	3,57	2,01	5,90	13,68	2,66
1993	0,53		2,91	8,61	3,19	3,85	3,06	6,50	13,48	3,58
1994	0,37		2,52	8,81	2,39	4,02	2,97	6,55	14,14	3,91
1995	0,50		2,16	8,04	1,49	4,26	3,13	5,98	13,42	3,89
1996	0,50		2,23	7,63	0,56	3,65	3,09	6,24	12,69	3,76
1997	0,67		2,41	7,67	2,59	3,16	3,62	7,35	11,77	4,28

(\*) Incluye también las deudas en que sólo se ha asumido la carga financiera.

(\*\*) Propia y asumida.

(\*\*\*) En la columna de Letras, hasta 1982, se incluyen los Bonos del Tesoro.

**GRÁFICO 4  
ESTRUCTURA DE TIPOS DE INTERÉS DE  
LOS BONOS Y OBLIGACIONES VIVOS  
(Fin 1997)**



## VII. REFLEXIONES FINALES

La UEM va a suponer cambios importantes en la financiación de los Tesoros públicos, tanto por lo que supone el euro en el comportamiento macro de la economía (inflación, intereses y déficit bajos) como por los cambios en los aspectos micro (mayor competitividad, mayor profundidad y cambios en la estructura de los mercados), así como los cambios en la valoración y *rating* de las emisiones, y finalmente los cambios operativos.

En los puntos anteriores, se puede apreciar cómo algunos de estos cambios empiezan a manifestarse en la financiación del Tesoro español que está en buenas condiciones para competir en la tercera fase de la Unión Monetaria Europea.



# Mercados emergentes: Latinoamérica

Miguel Sebastián(\*)

La búsqueda de oportunidades de inversión ha situado a los mercados emergentes en el punto de mira. La región latinoamericana, por su especial vinculación con nuestro país, ha centrado inicialmente el interés de los inversores españoles. El propósito de este artículo es analizar las razones económicas que han impulsado la expansión de la actividad hacia esta región, sin olvidar hacer referencia, aunque sea en términos comparativos, al resto de las áreas económicas en expansión que se engloban dentro del calificativo de "mercados emergentes".

El artículo se divide en cinco apartados. En el primero se sitúa a los mercados emergentes en el contexto global de aumento del ahorro y de diversificación de las inversiones. En este sentido, en el segundo apartado, se analizan los factores que convierten a Latinoamérica en una zona de atractivo especial para los inversores. Se defiende que dentro de esta región se engloban economías con distintas características, por lo que se impone la necesidad de diferenciar entre ellas, lo que se pone de manifiesto en el tercer apartado. La inversión en estos países no está, sin embargo, exenta de riesgos. A ellos se dedica el cuarto apartado. Por último, se señalan las principales conclusiones de este análisis.

## I. EL ENTORNO GLOBAL

La globalización, ligada al desarrollo tecnológico y a la liberalización de los mercados de capitales, y la caída del sistema político de los países del Este de Europa han sido algunos de los factores clave en el análisis económico de los últimos años. Pero, sin duda, el acontecimiento económico de los años noventa ha sido la reducción de la inflación, tanto en sus niveles como en su variabilidad.

Desde 1993, los países industriales han estabilizado su tasa de inflación en torno al 2 por 100. Esta baja volatilidad de la inflación se ha traducido en casi todos los países emergentes en la consecución, por primera vez en su historia reciente, de unas tasas de inflación por debajo de los dos dígitos. En este contexto de mayor estabilidad nominal, los inversores, tratando de conseguir mayores rentabilidades, se muestran dispuestos a asumir más riesgos. Esto no significa que se hayan vuelto menos aversos al riesgo, sino simplemente que, manteniendo sus preferencias, se desplazan a lo largo de su curva de indiferencia hacia un punto en el que están dispuestos a asumir mayor riesgo a cambio de obtener una mayor rentabilidad.

Simultáneamente a la reducción de la inflación, se ha producido un aumento del ahorro mundial, tanto del ahorro privado (derivado del cambio demográfico, que se traduce en un envejecimiento de la población en los países desarrollados) como del ahorro público (resultado de las políticas de consolidación fiscal). Adicionalmente, el aumento de la propensión al ahorro de los agentes privados ha sido consecuencia de las dudas acerca de la viabilidad futura de los sistemas de protección social y de una mayor liberalización del mercado de trabajo, que han aumentado la incertidumbre sobre la renta futura. Por el lado de la oferta de ahorro, las privatizaciones y, en general, la reducción del papel del sector público, el avance tecnológico y la globalización han abierto nuevas oportunidades de inversión.

En economías con libre movilidad de capitales, es el equilibrio entre el volumen global de la oferta de fondos financieros, o ahorro, y de la demanda de capital, o inversión, el que determina el nivel de los tipos de interés reales. Un aumento del ahorro mundial supone, por tanto, una presión a la baja de las rentabilidades reales, y desplaza a los inversores hacia aquellos productos o mercados que ofrecen mayor rentabilidad, aunque incorporen mayor riesgo.

En el caso específico de la Unión Europea, cuyos países se hayan inmersos en un proceso de convergencia nominal, la notable reducción de la volatilidad cambiaria y la previsión de estabilidad de los diferenciales de tipos de interés entre los países de la futura Unión Económica y Monetaria (UEM) hacen que se busquen nuevas zonas para diversificar las inversiones. En esta búsqueda, América Latina se muestra como un candidato interesante.

Una aproximación inmediata al potencial para diversificar las inversiones se puede obtener analizando la correlación entre los rendimientos de diferentes activos de las distintas regiones del mundo (1). En particular, se han utilizado datos diarios de los últimos dos años de los índices de las bolsas de Nueva York, Francfort, Londres y Madrid (como representantes de los países industriales), y de los índices de las bolsas de México, Argentina y Brasil (como muestra representativa de Latinoamérica). A ellos se añaden los índices de las bolsas de Tokio y Hong Kong como representantes de la región asiática. Como se observa en el cuadro núm. 1, los índices bursátiles de países de una misma región tienen una correlación elevada y positiva. Sin embargo, las correlaciones entre los mercados de valores de los países industriales y los de Latinoamérica son inferiores al 12 por 100, lo que muestra la posibilidad de diversificar las inversiones.

Pero, ¿cuáles son las razones económicas que convierten a Latinoamérica en una zona de interés para los inversores?

## II. LOS ATRACTIVOS DE LATINOAMÉRICA

Aunque la región latinoamericana ha sufrido los efectos de la crisis asiática en los últimos meses de

1997, su atractivo para los inversores, en especial para los inversores españoles, sigue siendo importante por distintas razones, que pueden dividirse en tres categorías: logros macroeconómicos, apertura al exterior y factores políticos. Para completar el análisis, deben examinarse las ventajas comparativas que presenta esta región frente a otros países emergentes.

En primer lugar, el interés por la región latinoamericana radica en sus recientes desarrollos macroeconómicos. La estabilización, fruto de unas políticas económicas adecuadas, aunque de ritmo lento en algunos casos, junto al potencial de crecimiento, han supuesto un cambio económico significativo y duradero. En efecto, superada la "década perdida" de los años ochenta, la tasa de crecimiento de Latinoamérica ha sido, como muestra el gráfico 1, muy superior a la del conjunto de los países industriales durante los años noventa (con excepción del año 1995, en el que se produjo la crisis mejicana).

La tasa de inflación también se ha reducido notablemente. Para hacer un análisis global, se han agregado (2) los datos de los siete principales países de América Latina (lo que se denominará Latam 7): Brasil, México, Argentina, Colombia, Perú, Chile y Venezuela. La tasa de inflación de esta región, que era del 500 por 100 en el año 1992, terminará en 1997 por debajo del 8 por 100. Exceptuando la economía brasileña, el resto de los países sólo mostraron repuntes de la inflación en 1996. A este panorama hay que añadir un dato más significativo: en el año 1992 solamente dos de estos países tenían una inflación por debajo de los dos dígitos; en 1997, son ya cuatro los países que lo han conseguido.

En segundo lugar, se ha producido una notable apertura al exterior. La manifestada voluntad de apertura y los resultados concretos conseguidos

CUADRO NÚM. 1  
CORRELACIÓN ENTRE ÍNDICES BURSÁTILES  
(Datos diarios, en porcentaje. Período 1996.1-1997.11)

	Argentina	México	Brasil	Hong Kong	Japón	EE.UU.	España	Alemania	Reino Unido
Argentina . .	100	44	64	35	5	8	6	9	-3
México . . . .		100	43	36	6	12	0	8	-4
Brasil . . . . .			100	28	9	12	7	11	1
Hong Kong .				100	8	5	10	5	10
Japón . . . . .					100	25	-17	24	17
Nueva York .						100	31	26	35
España . . . .							100	48	54
Alemania . .								100	48
Londres . . .									100

GRÁFICO 1  
CRECIMIENTO DEL PIB

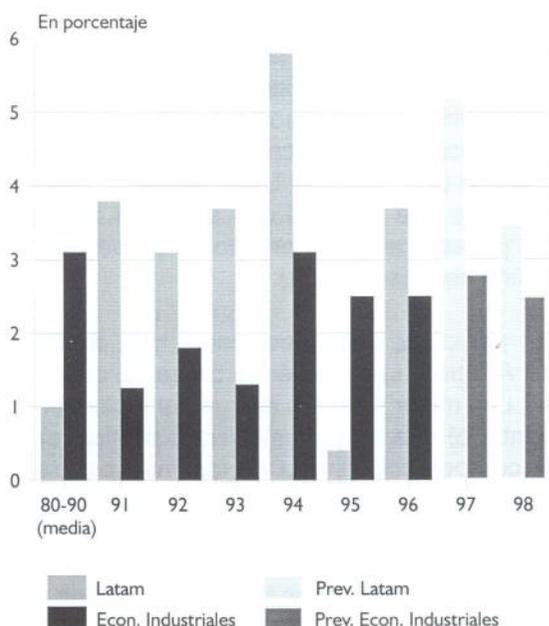
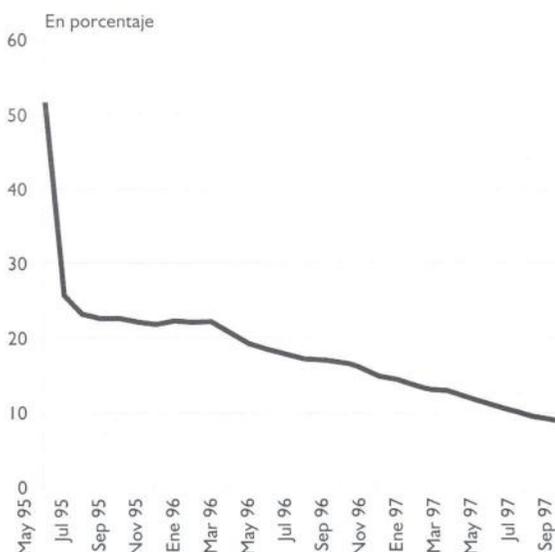


GRÁFICO 2  
LATINOAMÉRICA: INFLACIÓN (\*)  
Años 1995 - 1997



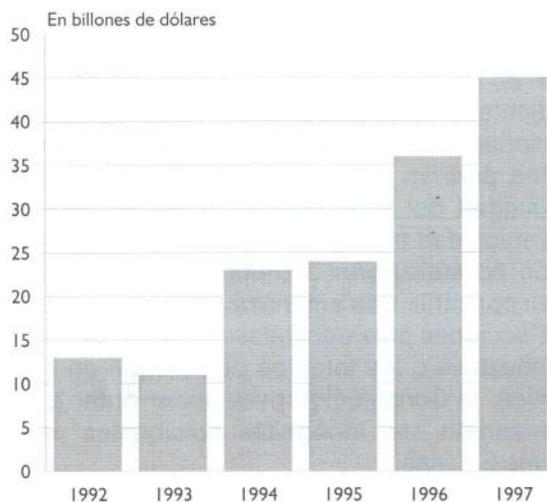
(\*) Inflación en Latam 7: Brasil, México, Argentina, Colombia, Perú, Chile y Venezuela.

diferencian a estos países de otras economías emergentes. En este sentido destacan: a) el proceso de liberalización de su comercio y, especialmente, de su sector financiero, b) la política de privatizaciones, y c) las bases para un rápido desarrollo de los mercados financieros, tanto en el mercado de bonos como el avance en la financiación en moneda local, lo que generará un importante mercado de divisas.

La apertura al exterior resulta evidente si se observa que hoy cerca de un 60 por 100 de las entradas netas de capital en América Latina son inversión directa extranjera (63,6 por 100 en 1996), lo que supone una clara diferencia entre esta región y los países asiáticos. Además, la tendencia creciente que ha mostrado la inversión directa extranjera en la región latinoamericana no es previsible que vaya a quebrarse como resultado de las turbulencias en los mercados financieros provocadas por la reciente crisis asiática. De hecho, en el conjunto del año 1997, la inversión directa extranjera en Latinoamérica alcanzó un nuevo máximo, aumentando un 25 por 100 respecto a la de 1996.

Tras las emisiones de bonos Brady, cuyo origen se remonta a los años ochenta, en 1989 comenzaron a surgir otros productos financieros como eurobonos, obligaciones domésticas etc., algunos en divisa local, que han supuesto la base del desarrollo de los

GRÁFICO 3  
INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA  
EN LATINOAMÉRICA



mercados financieros en estos países. En los últimos años se ha iniciado el proceso de amortización de los bonos Brady, cuya estructura compleja dificultaba su expansión. El reto para estos países está en un rápido desarrollo de sus mercados en moneda local y en la emisión de activos de renta fija en distintos horizontes temporales, dando liquidez y profundidad a sus mercados. Una condición necesaria para que

esto ocurra se ha cumplido ya: la estabilización de la inflación en casi todos los países.

Sin embargo, la crisis de los países asiáticos ha recordado que hay un elemento de riesgo. Así, al contrario de lo que ha ocurrido en los bonos americanos o europeos, los bonos latinoamericanos han experimentado a finales de 1997 notables aumentos de sus primas de riesgo.

En tercer y último lugar, los factores políticos y sociológicos han aumentado el atractivo de la región latinoamericana. Para el inversor español, los lazos culturales, sociológicos y políticos facilitan no sólo la comunicación y las relaciones económicas, sino también la exportación de las "capacidades" que se han desarrollado en estos años en nuestro país.

La estabilidad política, pese a algunos problemas puntuales, ha avanzado notablemente en los últimos años. La pluralidad política en algunos países, y el mayor avance de la democracia en casi todos, ha facilitado el camino a las necesarias reformas estructurales. El creciente apoyo social a estas reformas es la mejor garantía para el logro de los programas de estabilidad. Un ejemplo del avance democrático es el caso de México, país en el que la pérdida de la mayoría en la Cámara Baja por parte del PRI ha obligado a negociar los Presupuestos para 1998 por primera vez en setenta años. Dentro de este panorama general, las elecciones presidenciales en octubre de 1998 en Brasil (con su correspondiente toma de posesión en enero de 1999) y las elecciones presidenciales de agosto de 1999 en Argentina podrían introducir incertidumbres sobre la continuidad del Plan Real en Brasil y del Plan de Convertibilidad en Argentina, si bien el contexto global de normalización democrática implica que no deben constituir una amenaza para su consecución. Las elecciones presidenciales de diciembre de 1998 en Venezuela o los intentos de Fujimori en Perú de modificar la Constitución para poder optar a un tercer mandato son incógnitas adicionales para los próximos meses.

El análisis de los atractivos de la región latinoamericana permanece incompleto si no se analizan las ventajas que presenta esta región respecto a otros países emergentes, en especial, con la Europa del Este y con el Sudeste Asiático. La principal diferencia con los antiguos países ligados a la Unión Soviética es el grado de centralización y apertura de sus economías. Mientras que los países de la Europa del Este pugnan por ser economías de mercado, los países latinoamericanos ya disfrutaban de ese *status*, y su mayor

apertura al exterior les ha permitido un mayor desarrollo de los mercados de capitales.

Las diferencias con el Sudeste Asiático se han puesto de manifiesto en la reciente crisis asiática. El temor a que la crisis se extendiera a Latinoamérica se fue reduciendo con el paso del tiempo. Al contrario de lo que se especulaba, la crisis de Asia no ha sido precursora de una crisis en Latinoamérica, sino que es Asia la que está viviendo una situación que América Latina padeció en años anteriores y que quedó casi completamente superada.

En particular, debe destacarse que, frente al Sudeste Asiático, Latinoamérica presenta claras ventajas: a) una mejor posición en sus balances por cuenta corriente; b) una mayor estabilidad política; c) no sufre la competencia directa de los "nuevos dragones" (China, India o Vietnam), como les ocurre a Malasia, Tailandia, Corea etc.; d) un sistema financiero más sólido, que ya ha superado su propia crisis bancaria, y e) una menor relación con la economía japonesa, que sufre importantes dificultades económicas y financieras, y unos mayores lazos con la economía norteamericana, que presenta un sólido crecimiento económico.

### III. LATINOAMÉRICA. UNA REGIÓN HETEROGÉNEA

---

Aunque los atractivos de la zona son claros, uno de los mayores riesgos radica precisamente en considerar a Latinoamérica como una región homogénea.

Es preciso analizar las diversas economías que integran este área. Un dato inicial es la diferencia de tamaño. Así, mientras Brasil representa más del 40 por 100 del producto latinoamericano, Argentina supone el 20 por 100 y México el 14 por 100. Es decir, estas tres naciones suponen el 75 por 100 del PIB latinoamericano (3). Frente a estos países, el resto son economías pequeñas. Por ejemplo, pese a su interés económico y financiero, la economía chilena apenas representa un 4 por 100 del conjunto latinoamericano.

El análisis de la divergente evolución a largo plazo de estos países puede hacerse utilizando el comportamiento de la renta per cápita. Usando datos homogéneos (4) desde 1950 (véase el gráfico 4), se observa que aunque Venezuela es hoy el país con mayor renta per cápita de este área, no ha avanzado prácticamente nada con respecto a su nivel de renta del año 1956. Esto es, el crecimiento económico medio

GRÁFICO 4  
PIB PER CÁPITA

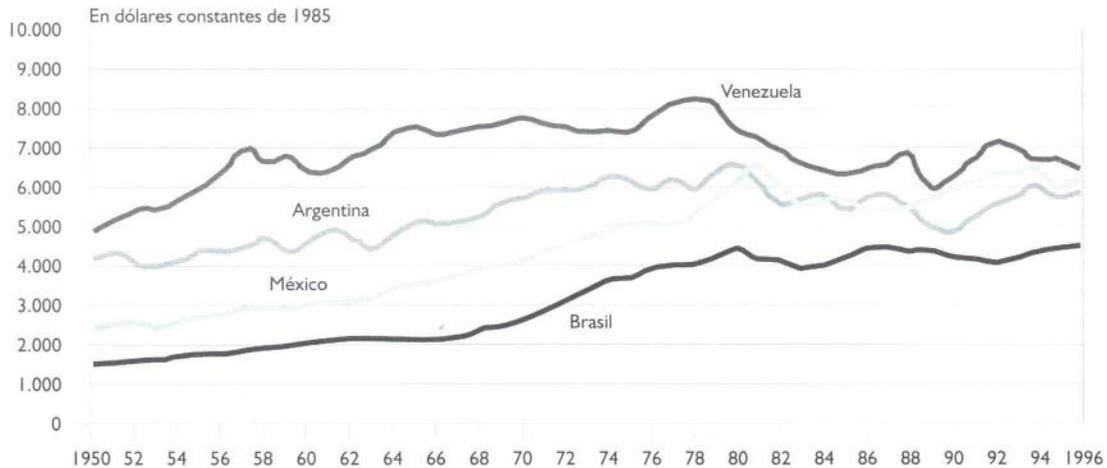
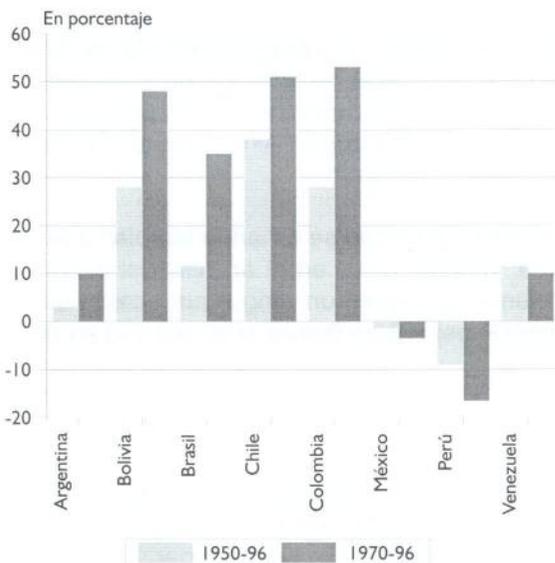


GRÁFICO 5  
CORRELACIÓN CONTEMPORÁNEA ENTRE  
LOS COMPONENTES CÍCLICOS DEL PIB  
DE EE.UU. Y DE PAÍSES LATINOAMERICANOS



de Venezuela ha sido igual al crecimiento de su población durante estos cuarenta años.

También en Argentina el aumento de la renta per cápita retrocedió en los años ochenta, de forma que la recuperación de los años noventa apenas consigue devolver a este país a los niveles de renta con los que inició la década anterior. La situación de México es completamente diferente: desde unos nive-

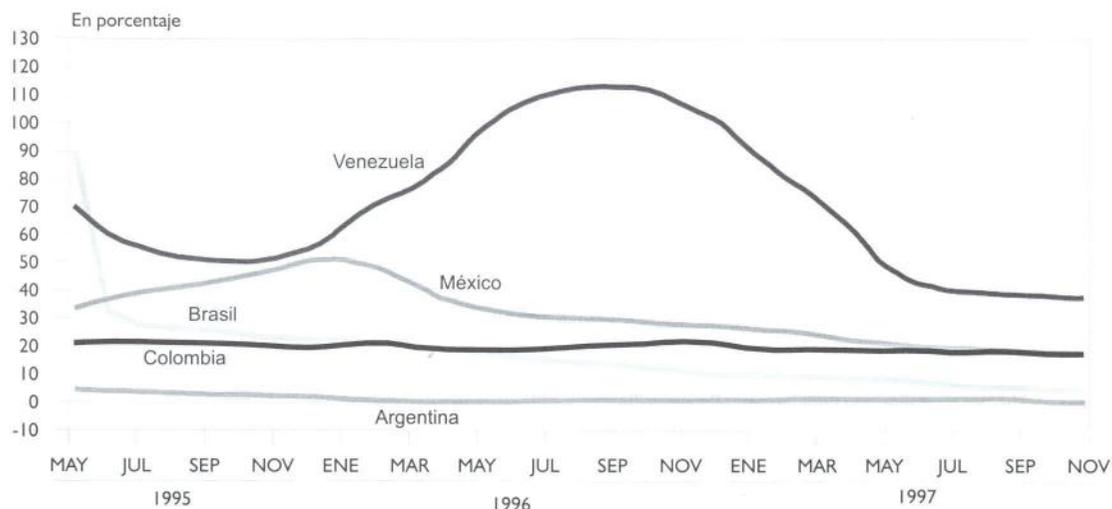
les de renta per cápita de 2.000 dólares en el año 1950, ha experimentado un proceso de crecimiento espectacular, adelantando incluso a Argentina y situándose en la actualidad inmediatamente detrás de Venezuela.

Se pone así de manifiesto la heterogeneidad en el comportamiento a largo plazo de estos países: mientras que países como México han experimentado un rápido crecimiento de la renta per cápita, otros, como Venezuela, no han avanzado con respecto a su nivel de los años cincuenta.

A corto plazo, las diferencias entre los países de esta región se ponen de manifiesto al analizar la correlación entre sus ciclos económicos y, en particular, la correlación con el ciclo de Estados Unidos. Un hecho sorprendente es la baja correlación contemporánea, incluso negativa, entre México y EE.UU., pese al Tratado de NAFTA y a su proximidad geográfica. Sólo cuando se toma un desfase anual la correlación aumenta significativamente. Otros países muestran, sin embargo, una mayor correlación contemporánea con Estados Unidos. Esta es, sin duda, otra fuente de heterogeneidad: no se puede esperar que todas las economías de la región reaccionen de la misma forma a un choque de la economía norteamericana.

También en el análisis de la inflación se encuentran elementos diferenciales. Mientras Argentina está en deflación (tasa de inflación negativa), Venezuela tiene la situación inflacionista más importante. Este país lucha por tener una tasa de inflación por debajo del 40 por 100, en medio de un problema de exceso de liqui-

GRÁFICO 6  
INFLACIÓN EN LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS



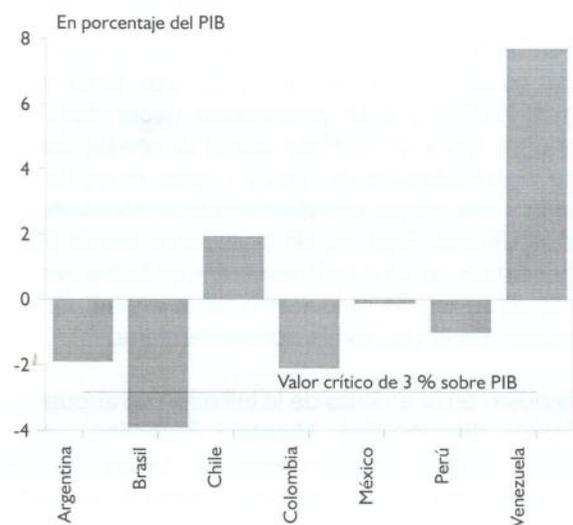
dez. La evolución temporal de la inflación en los países también ha sido distinta, destacando el caso de Brasil que ha reducido espectacularmente su inflación desde una media del 2.950 por 100 en 1994 hasta alcanzar hoy un 5 por 100, o el más modesto de México, que no ha tenido inflación de tres dígitos desde finales de los años ochenta, y que terminará 1997 en torno al 16 por 100 de aumento de precios.

Aunque es cierto que, respecto al déficit público, todos los países, salvo Brasil, cumplirían el Tratado de Maastricht, la situación dista de ser homogénea. Así,

el peor comportamiento corresponde a la economía brasileña, que tiene un déficit del 4 por 100 del PIB, lo que, dado el tamaño de la economía, supone un importante problema de financiación. En el extremo opuesto se encuentra Venezuela, con un notable superávit, cuyo análisis debe matizarse teniendo en cuenta que incluye los ingresos petrolíferos. El déficit público de Argentina es también un caso particular: dada la situación de deflación de este país, no debería evaluarse negativamente, sino que probablemente sea un déficit necesario.

La heterogeneidad se extiende también a la deuda externa, variable clave en el análisis del riesgo-país. Su volumen oscila en un rango que abarca desde el 70 por 100 del PIB en Bolivia al 20 por 100 en Brasil.

GRÁFICO 7  
SALDO DEL SECTOR PÚBLICO EN 1996



#### IV. LOS RIESGOS DE LATINOAMÉRICA

La rentabilidad potencial que ofrece la región latinoamericana no está exenta de riesgos. Pueden distinguirse tres fuentes. En primer lugar, los riesgos externos a la región, en particular los que pueden proceder de un aumento de los tipos de interés en Estados Unidos, de cambios en la evolución de la divisa a la que están vinculadas sus monedas, el dólar, o a factores reales derivados de una hipotética situación de recesión en la economía norteamericana (o del resto de los países industrializados).

En segundo lugar, destacan los riesgos internos a la región, que pueden tener un doble origen: 1) comunes a todos los países, como resultado de una relaja-

ción generalizada de las políticas fiscales, de problemas derivados de la situación de balanza por cuenta corriente o del endeudamiento externo, o 2) específicos de cada país, como consecuencia de la existencia de divisas sobrevaloradas en muchos países, o de problemas monetarios, fiscales o reales concretos. Entre ellos destacan los déficit gemelos de Brasil, la deflación de Argentina, la lentitud de la reforma fiscal en Venezuela, el riesgo político en Colombia, o los efectos de "El Niño" en Perú.

Finalmente, en tercer lugar, debe señalarse el riesgo de no diferenciación, es decir, de suponer que no hay diferencias con otras economías emergentes, y de no diferenciar entre los países de esta región.

Estos riesgos deben analizarse con mayor detalle. Así, entre los riesgos externos, un factor de incertidumbre es el comportamiento de los tipos de interés americanos. La probabilidad de un inminente aumento de estos tipos, que sería el problema para esta región, es relativamente baja. Ello se debe a que el repunte esperado y anunciado de la inflación no parece que vaya a producirse, y a que la inflación de activos se ha visto limitada tras la evolución de la Bolsa como resultado de la crisis asiática. La brusca reducción de los precios de los activos de renta variable ha tenido también otro efecto: un aumento de la volatilidad en dichos precios, factor clave para amortiguar el efecto riqueza y reducir las posibilidades de que se produzca una fuerte expansión del consumo que genere tensiones inflacionistas.

Parece difícil que, en este contexto, suban los tipos de interés de intervención de la Reserva Federal. Además, en términos reales —esto es, descontando el efecto de la inflación—, los tipos de interés a diez años en EE.UU. muestran una media del 3,7 por 100. En los años sesenta dicha media se encontraba en el 2,3 por 100. Si la economía está volviendo a una situación similar a la de esos años (en términos de inflación, déficit público,...), los tipos actuales parecen demasiado altos. Aunque esto no implica que vayan a volver a la situación de los años sesenta, sí pone de relieve que los tipos a largo plazo americanos tienen en la actualidad un importante soporte.

La apreciación del dólar es otro de los riesgos externos que pueden afectar a estos países. Muchas de sus divisas están vinculadas al dólar, aunque su grado de relación es muy variado. Así, el peso argentino mantiene una relación 1 a 1 con el dólar, por medio de una caja de conversión, mientras que en los casos de las divisas de Brasil, Colombia o Chile existen bandas más

GRÁFICO 8  
VOLATILIDAD CAMBIARIA

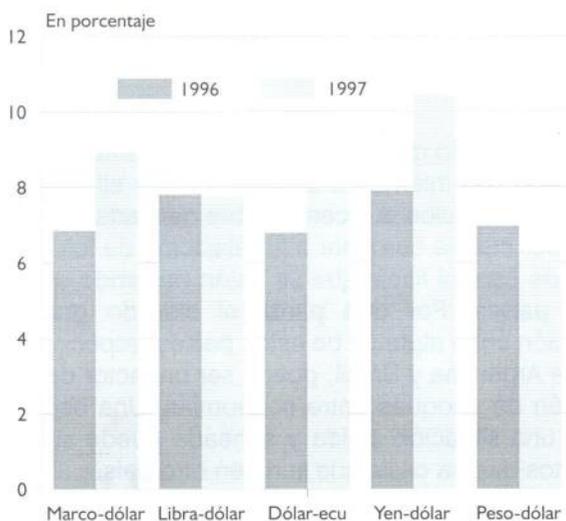
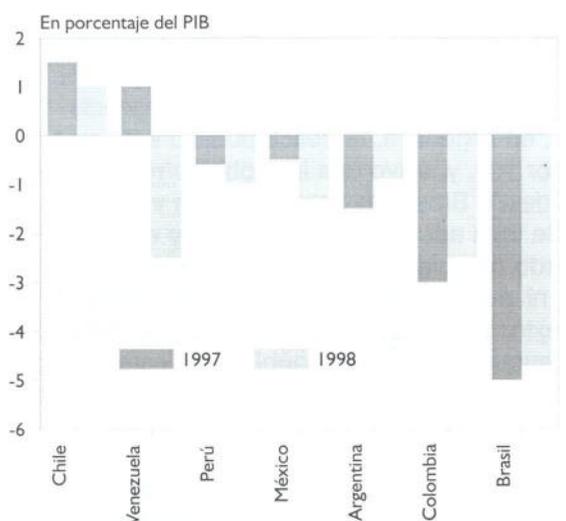


GRÁFICO 9  
PREVISIONES DE DÉFICIT PÚBLICO



o menos explícitas. En cualquier caso, una apreciación significativa de la divisa estadounidense, aunque no es previsible en los próximos meses, resultaría negativa para estas economías, tanto desde el punto de vista de la balanza comercial como desde la perspectiva de una desaceleración de la actividad económica.

Al analizar el comportamiento de cada una de las divisas frente al dólar, merece la pena señalar la sorprendente estabilidad que ha mostrado el peso mexi-

cano, moneda con régimen de tipo de cambio flexible. Pese a la rápida depreciación del peso en la crisis del Sudeste Asiático, su volatilidad media anual en 1996 y 1997, superada la crisis del año 1995, ha sido incluso menor que la del marco, el yen o la libra con el dólar, y similar a la del ecu.

El segundo grupo de riesgos lo constituyen aquellos que son internos a la región. Entre ellos merece especial atención la incertidumbre derivada de los déficit por cuenta corriente o la relajación de los esfuerzos de control fiscal que se están haciendo en algunos países. Por otra parte, el elevado grado de relación entre algunos de estos países, especialmente entre Argentina y Brasil, puede ser un factor de transmisión de choques entre economías. Una economía con una situación sólida y saneada puede sufrir los efectos de una crisis que surja en otro país.

En relación con el déficit público, la valoración de los riesgos depende de la situación de cada país. Así, Venezuela muestra una posición presupuestaria muy volátil y dependiente de la evolución de los precios del petróleo. El superávit de 1997 es engañoso, y puede transformarse en un déficit del 2 por 100 del PIB en 1998, como resultado del descenso de los ingresos petrolíferos. El elevado déficit de Brasil, próximo al 5 por 100 en 1997, ha obligado ya a las autoridades a adoptar un Plan Fiscal de urgencia. Por su parte, en Argentina, el déficit público está en torno al 1,5 por 100, y, salvo una improbable recesión, importada desde Brasil, no parece que se vaya a profundizar. Se trata además de un caso muy especial. Por su acuerdo cambiario, Argentina no tiene política monetaria ni puede utilizar la política cambiaria. En este contexto, y dada su actual situación de deflación, un leve aumento del déficit público en este país puede ser necesario, y en ningún caso puede valorarse de la misma forma que en Brasil o en Venezuela.

El riesgo derivado de las posiciones por cuenta corriente es otro motivo de preocupación, especialmente en Brasil, por su magnitud y las necesidades de financiación que conlleva. Sin embargo, su valoración correcta debe realizarse atendiendo a las causas que generan el déficit, y a sus fuentes de financiación. El déficit por cuenta corriente en Argentina estará en torno al 3,5 por 100 en 1998, o algo menos si disminuye la actividad más de lo previsto, y en Brasil se situará cerca del 3 por 100. Aparte de su diferente dimensión, las causas que explican ambos déficit son distintas: el déficit por cuenta corriente brasileño es sobre todo estructural, derivado de la sobreapreciación del tipo de cambio y de su política fiscal, mientras que en Argentina es principalmente cíclico, como re-

GRÁFICO 10  
PREVISIONES DE DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE

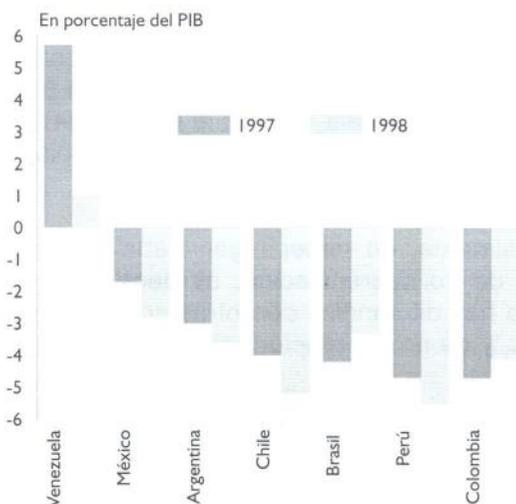
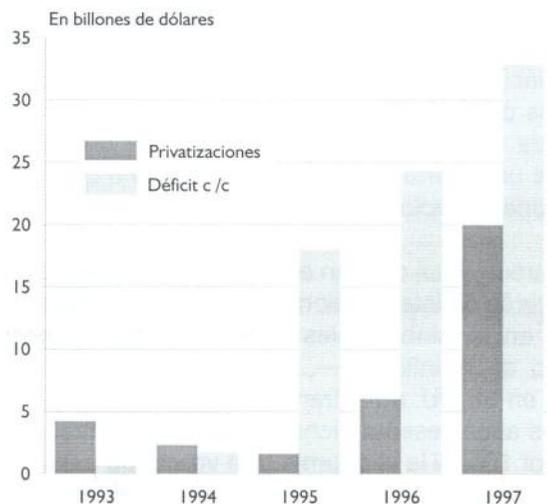


GRÁFICO 11  
BRASIL: INGRESOS DE LAS PRIVATIZACIONES Y DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE



sultado del impulso a las importaciones provocado por el crecimiento de la economía. Pese a ello, ambos déficit están financiados con inversión extranjera directa, y, por tanto, con inversión estable, lo que limita el riesgo, al menos a corto plazo.

Ello no evita considerar el caso de Brasil como especialmente preocupante, dada la presencia de los "déficit gemelos". Este país ha tenido una tradición de escasos conflictos sociales, basado en que ha desarrollado un sector público extremadamente protector

con los ciudadanos. Esto ha tenido un coste importante, no sólo en términos de una estructura política muy compleja y un gasto público explosivo, sino también en forma de trabas a las necesarias reformas estructurales, pese a la decidida voluntad política del Presidente de la República.

La existencia de divisas sobreapreciadas en algunos países es otro de los riesgos internos a estas economías. Para analizar el grado de sobreapreciación de las divisas, hemos hecho unas estimaciones basadas en la paridad de poder de compra para las principales monedas de los países de América Latina. De ellas se obtiene que la relación 1 a 1 entre el peso y el dólar parece sostenible, en ausencia de factores externos adicionales. De hecho, la reducción de la tasa de inflación en Argentina ha permitido compensar toda la sobreapreciación del peso que había tenido lugar en los años siguientes al Plan de Convertibilidad.

La situación del real brasileño es más problemática. Las estimaciones realizadas, tanto con el diferencial de inflación con sus principales socios comerciales como usando la información de la balanza por cuenta corriente, muestra una sobreapreciación aproximada del 20 por 100. Por tanto, no es descartable en algún momento una devaluación de esa magnitud, o incluso superior, en Brasil si no se adoptan las medidas adecuadas. Las autoridades económicas de este país, reconociendo el problema de sobreapreciación de su moneda, como uno de los resultados del Plan de Estabilización, confían en que una reducción de la tasa de inflación y una depreciación nominal del 7 por 100 en cuatro años permitan acomodar esa sobreapreciación. Las reformas estructurales (Administración, seguridad social), y en especial, el Plan Fiscal aprobado en diciembre, tratan de conseguir que esto sea posible. Además, reduciendo costes y aumentando ingresos, este Plan debe suponer un ahorro fiscal equivalente al 2,3 por 100 del Producto Interior Bruto.

En cuanto al resto de las divisas, el bolívar venezolano muestra una sobrevaloración en torno al 25 por 100, que se reduce si se excluyen los efectos del petróleo, y el peso mexicano ha ido corrigiendo la sobrevaloración derivada de una apreciación en términos nominales, combinada con una elevada tasa de inflación. Por su parte, el peso colombiano y el sol peruano están prácticamente en equilibrio.

El tercer factor de riesgo que se señalaba era el riesgo de no diferenciación. En efecto, como ya se ha mencionado, la situación de Latinoamérica no es comparable a la que hoy vive Asia. Incluso con unas mone-

das sobreapreciadas, o con riesgo de devaluación del real brasileño en 1998 o a principios de 1999, las perspectivas de estas economías a medio y largo plazo están lejos de las de los países asiáticos. Las diferencias económicas y la distinta situación de sus sistemas financieros han hecho que los mercados hayan diferenciado entre estos dos grupos de países. Mientras que las bolsas latinoamericanas han tenido ganancias netas en 1997, pese a la importante caída de los últimos meses, las asiáticas han mostrado pérdidas netas.

Pese a las mejores perspectivas para las economías latinoamericanas, el mayor riesgo viene de la falta de diferenciación con otros países emergentes, y en especial de una potencial liquidación de las posiciones de los inversores en Latinoamérica para compensar las pérdidas sufridas en Asia.

## V. CONCLUSIONES

A modo de conclusión, los países latinoamericanos constituyen hoy una clara opción para diversificar las inversiones. La relación rentabilidad-riesgo es adecuada. El potencial de crecimiento y la estabilidad macroeconómica y política son sus principales activos, mientras que el mayor riesgo proviene del déficit por cuenta corriente, especialmente cuando éste es resultado de la sobreapreciación de sus divisas. Pese a sus problemas comunes, la falta de diferenciación, tanto con otros países emergentes como entre los países de Latinoamérica, es un factor de riesgo adicional de gran relevancia.

## NOTAS

(\*) Este artículo se escribió con datos y hechos de principios de noviembre de 1997.

(1) El limitado desarrollo de los mercados de deuda en moneda local en los países emergentes y las intervenciones en sus mercados de cambios obligan a usar los índices bursátiles como referencia.

(2) Para agregar estos datos, se ha utilizado como ponderación la proporción del PIB de cada país en el conjunto de las siete economías consideradas.

(3) De acuerdo con los datos del FMI para 1996, en su conjunto, las economías latinoamericanas representan aproximadamente el 8 por 100 del PIB mundial.

(4) Se usan los datos de Summers y Heston, proyectados para 1991-96 con datos de la CEPAL.

# Activos financieros estructurados

Javier Pazos

Una actividad que cobrará especial relevancia en el mercado financiero, que se configurará a raíz de la implementación de la Unión Monetaria Europea y del euro, es la financiación estructurada.

A continuación, me referiré a la financiación estructurada como el conjunto de técnicas financieras y legales que permiten a agentes económicos convertir activos financieros de muy diversa naturaleza, tales como préstamos, documentos de crédito, y derechos futuros derivados de una explotación económica, en títulos valor homogéneos de alta calidad crediticia, susceptibles de ser adquiridos por inversores institucionales incorporándolos a las carteras de valores que gestionan (esquema 1).

Antes de analizar en mayor detalle las razones por las que creo que esta actividad cobrará un gran auge en los próximos años, me referiré brevemente al escenario al que nos enfrentamos en cuanto a la configuración del sistema financiero europeo.

Con un número de participantes cercano a nueve mil entidades financieras, según estimación del Banco de España, y un mercado monetario y de renta fija de magnitudes próximas a las del actual mercado de Estados Unidos, el euro rivalizará con el dólar tanto en el papel de divisa reserva como en el de divisa de financiación internacional (cuadro número 1).

El protagonismo de los actuales mercados domésticos dará paso al gran mercado del euro, caracterizado por una política monetaria de diseño centralizado, por parte del Banco Central Europeo cuya implementación por el Sistema Europeo de Bancos Centrales, si bien descentralizada, dará lugar a un mercado monetario homogéneo basado en una estructura común de tipos de interés que ya se viene denominando Euribor.

Las políticas fiscales a cargo de cada gobierno de la Unión deberán coexistir con el régimen monetario común y, si bien cabe esperar un alto grado de armonización en la formulación de las políticas fiscales individuales, es prematuro aventurar en qué medida se van a homogeneizar las emisiones de Deuda Pública de los países miembros. En cualquier caso, las diferentes condiciones de partida, en cuanto a *stocks* de deuda y configuración de las emisiones vivas apuntan a una relativa segmentación de los mercados de Títulos públicos. El denominador común del mercado de Renta Fija Europeo será la Curva *Swap* Euro que se convertirá en la referencia para todos los emisores de títulos, tanto públicos como privados.

En este contexto, algunas de las tendencias que ya se han puesto de manifiesto en nuestro actual sistema financiero fomentarán, en mi opinión, el desarrollo de activos financieros estructurados a una escala mucho mayor que la hasta ahora experimentada.

En primer lugar, la disciplina fiscal que viene caracterizando las políticas económicas de los futuros miembros de la Unión Monetaria, que se verá reforzada por los pactos de estabilidad acordados como parte del proceso, dará lugar a una pérdida gradual de peso relativo de los títulos públicos respecto a los títulos privados de Renta Fija.

Este efecto tardará en ponerse de manifiesto en el conjunto de la Unión pero será más evidente en los países, como España, en los que las necesidades de financiación del déficit público históricamente han relegado las emisiones privadas a un papel marginal en el mercado de capitales.

La financiación de nuevos proyectos de infraestructura y obras públicas descansará en mayor medida en el sector privado en los próximos años, contribuyendo así a la tendencia aquí apuntada.

**CUADRO NÚM. 1  
MERCADOS RENTA FIJA**  
(Billones U.S.D.)

	U.S.D.	Europa
Gobiernos .....	3,4	3,5
R.F. Privada .....	1,8	3,4
M.B.S.....	1,6	—

Fuente: Morgan Stanley.

**CUADRO NÚM. 2  
TRASVASE DEL AHORRO DE LAS FAMILIAS**  
(Billones de pesetas)

	1992	1997 (E)	Var. anual (Porcentaje)
Depósitos a plazo. . . . .	15	22	8
Fondos de Inversión . . .	5	26	39

En segundo lugar, es previsible que continúe e incluso se acelere el trasvase del ahorro de las familias, desde los balances de los intermediarios financieros hacia fondos de inversión, planes de pensiones, y pólizas de seguro de vida.

A esto contribuirán la relativa estabilidad monetaria y los bajos tipos de interés del euro, y la consolidación de los nuevos hábitos de ahorro previsional y de inversión colectiva que se ha desarrollado de manera tan notable en los últimos años.

**CUADRO NÚM. 3  
DIVERSIFICACIÓN DE LAS FUENTES DE CAPTACIÓN  
DE RECURSOS AJENOS**

	1994	1997
Programas de EMTN Entidades Financieras Españolas .....	3	10

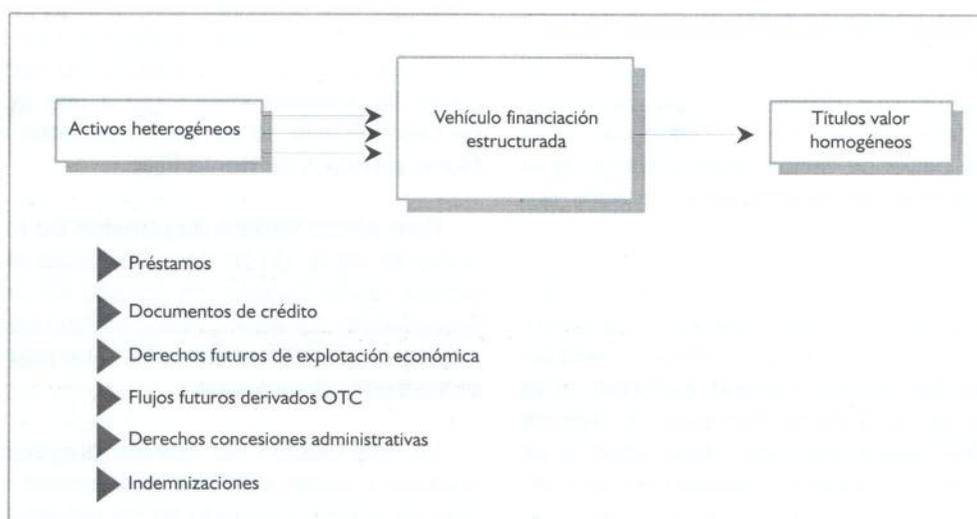
A lo largo de este año hemos visto cómo el patrimonio de los Fondos de Inversión, que alcanza ya cerca de veinticinco billones de pesetas, sobrepasaba al conjunto de depósitos a plazo de bancos y cajas de ahorros (cuadro núm. 2).

En tercer lugar y, en buena medida, como consecuencia de la consideración anterior, las entidades financieras se orientarán hacia la diversificación de las fuentes de captación de recursos ajenos buscando una menor dependencia de los depósitos de clientes y haciendo mayor hincapié en las emisiones de títulos de Renta Fija en los Mercados de Capitales (cuadro número 3).

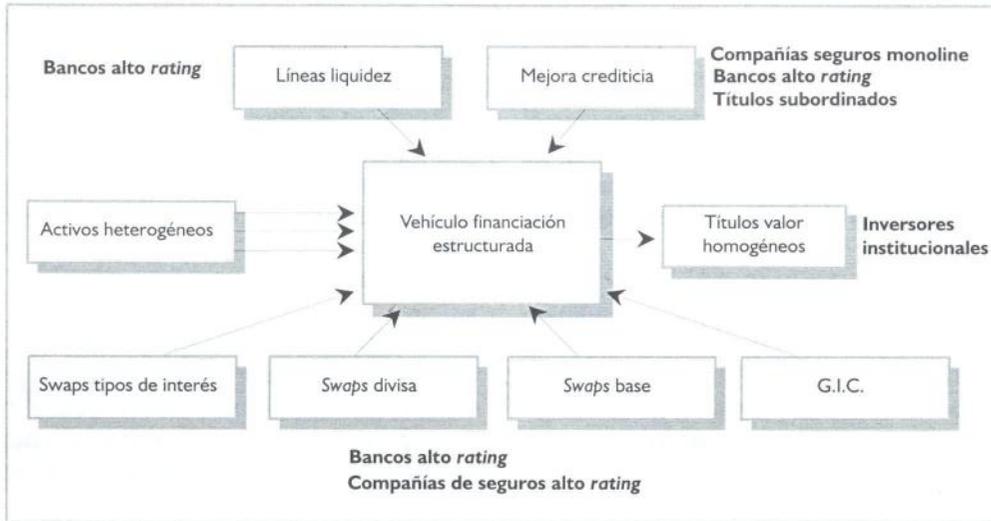
Esto contribuirá a poner de manifiesto la necesidad de optimizar la utilización del Balance de las entidades tanto desde el punto de vista de capital como de los recursos ajenos.

Es probable que algunas entidades prefieran financiar activos de bajo margen fuera de Balance, como ya está sucediendo con algunos grandes bancos internacionales (Natwest, ABN Amro, Swiss Bank Corp, etcétera).

**ESQUEMA I  
FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA**



ESQUEMA 2  
FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA



En cuarto lugar, el crecimiento que experimentarán los Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros de Vida, a los que he aludido anteriormente, pondrá de manifiesto la necesidad de diversificación respecto a su actual concentración en títulos públicos con el objetivo de mejorar la rentabilidad de sus carteras y diferenciarse de sus competidores en los resultados de su gestión.

Las tendencias aquí descritas fomentarán el desplazamiento de algunas actividades características de la intermediación financiera tradicional hacia la financiación estructurada.

Quizás la característica que define más concisamente el conjunto de técnicas financieras y legales, a que me refiero como financiación estructurada, es la desagregación de los distintos riesgos inherentes a los activos financieros subyacentes en la operación y su reagrupación en forma de títulos valor de características homogéneas, y a medida de las preferencias

financieras de los inversores institucionales que los adquieren.

Esto permite la participación de agentes especializados en la gestión de las diferentes categorías de riesgos (de crédito, liquidez, tipo de interés, tipo de cambio, reinversión, de Base, operativos, ...) con las consiguientes economías de escala (esquema 2).

La emisión de activos estructurados tiene una larga tradición en el mercado USA que, si bien presenta algunas características que le diferencian del Europeo como son la histórica separación de las actividades de Banca Comercial y Banco de Inversiones en base al "Glass Steagal Act" y las limitaciones a las actividades de Banca entre estados, ha experimentado en su sistema financiero las mismas tendencias que se han descrito anteriormente (cuadro núm. 4).

La comparación de la actividad de emisiones de activos estructurados en EE.UU. y en Europa muestra

CUADRO NÚM. 4  
EMISIONES DE ACTIVOS ESTRUCTURADOS  
(Miles de millones U.S.D.)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Mercado U.S.A.....	53	54	63	77	107	154
Mercado Europeo.....	8	4	5	11	6	35

Fuente: Goldman Sachs.

el dramático contraste entre ambos mercados y augura un fuerte crecimiento en el mercado europeo, en el que el volumen de emisión ya se ha multiplicado por siete entre 1993 y 1996, si bien todavía representan la quinta parte del volumen en el mercado estadounidense.

Desde la perspectiva de las entidades financieras, la financiación estructurada se muestra interesante tanto en su utilización para la gestión financiera de las propias entidades como en su utilización para la financiación a terceros.

Como herramienta de gestión de Balance, la financiación estructurada permite abordar simultáneamente la cobertura de riesgos que de otra manera requieren coberturas individuales tales como el riesgo de crédito, de interés, y de prepago de hipotecas.

La posibilidad de refinanciar activos fuera de Balance, sin consumo de capital, y manteniendo la relación comercial con los clientes a quienes se financia, puede ser atractiva en el caso de activos de bajo margen.

Si bien el ahorro en coste financiero correspondiente a la financiación fuera de Balance es subjetivo dependiendo en gran medida del coste de Recursos propios de la Entidad y del tipo de activos a refinanciar, la creciente actividad de emisión de Clo's por

parte de grandes bancos internacionales como Natwest, SBC, JP Morgan, sugieren el interés de este mercado.

La experiencia en el sistema financiero español en financiación estructurada se centra en la titulación de préstamos hipotecarios regulada por la Ley 19/1992 que establece el régimen de funcionamiento de los Fondos de Titulación Hipotecaria, y la refinanciación de los activos resultantes de la moratoria nuclear en 1996 que se abordó como una operación singular para la que se habilitó legislación específica.

La titulación en sentido amplio, es decir de activos no hipotecarios, no es posible actualmente al no estar regulada, si bien existe desde hace bastante tiempo un proyecto de Real Decreto por el que se regularían los fondos de titulación de activos, que todavía no ha visto la luz.

El crecimiento que está experimentando el Mercado Europeo de Financiación Estructurada y los importantes cambios que ya están teniendo lugar en nuestro sistema financiero, y que previsiblemente se acelerarán con la adopción del euro, ponen de manifiesto la conveniencia de facilitar el marco legal y normativo, para evitar que el Sistema Financiero Español se vea en situación de inferioridad respecto a sus competidores en el inminente *Mercado Euro*.

# La evolución de los mercados crediticios. El papel de la Asociación del Mercado Crediticio

Tim Ritchie

Buenas tardes, señoras y caballeros. Soy Tim Ritchie, Director de Sindicaciones Globales y Distribución Crediticia en el nuevo Grupo de Capital Barclays y Presidente de la Asociación del Mercado Crediticio (AMC), domiciliada en Londres.

Agradezco esta oportunidad de hablar ante ustedes sobre los cambios que se están produciendo en los mercados crediticios de Europa y del papel que veo para la recientemente creada AMC para ayudar a dirigir y facilitar estos cambios, así como para garantizar que se produzcan en beneficio de todos los participantes en el mercado, incluyendo por supuesto la comunidad prestataria, sin la cual no existiría el mercado.

El primer aspecto que querría comentar es darles una idea de la escala de mercado a la que me estoy refiriendo. Para ello hablaré primero sobre mi percepción de cómo ha comenzado a cambiar el mercado en Europa y explicaré finalmente los orígenes y objetivos de la Asociación del Mercado Crediticio.

El mercado incluye créditos a los sectores prestatarios público y privado, en todo el mundo, y es uno de los mayores mercados de capitales, y de los que ha crecido rápidamente durante los últimos años de casi universal prosperidad económica. El volumen de actividad está representado en los gráficos 1 y 2, el primero de los cuales muestra flujos globales, el segundo únicamente flujos en los Euromercados. Comoquiera que se mire, éste es un negocio voluminoso.

Las razones por las que los prestatarios utilizan este mercado varían de una época a otra. Los gráficos 3 y 4 identifican tanto los tipos de prestatarios que utilizan este mercado en Europa como el propósito por el que lo utilizan. Finalmente, para completar el cua-

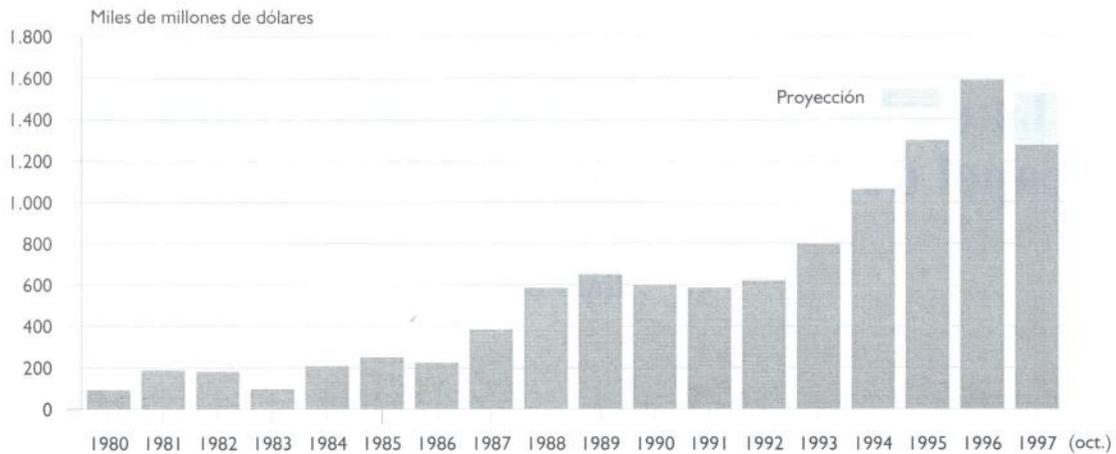
dro, he aquí el gráfico 5 que muestra el país de origen de los prestatarios en cuestión. En él apreciarán que muchos de los emisores en los euromercados están domiciliados en el Reino Unido, por lo que no puede sorprender demasiado que una institución domiciliada en el Reino Unido sea una de las organizadoras líderes de créditos para los prestatarios allí domiciliados, según se pone de manifiesto en el último Listado de la Liga de Bancos Organizadores de 1997 (cuadro número 1).

Establecido el contexto de mi presentación, y espero que también mis propias credenciales, volvamos a cómo trabaja este mercado y a los cambios que están teniendo lugar.

Históricamente, la dinámica del mercado se ha visto altamente influenciada por los ciclos crediticios, que dependen ampliamente de los factores económicos de la región. El esquema 1 es un intento de retratar las características sucesivas de estos ciclos. Reconozco que se trata de una generalización bastante cruda, pero las distintas partes que la integran son ciertamente casi familiares para muchos de ustedes. Si me preguntaran dónde nos encontramos actualmente en términos de apetito global de mercado, diría que nos hemos movido por la línea del fondo hacia la esquina baja de la izquierda, y nos encontramos en el punto del ciclo en el que normalmente se reduce la diferencia entre los riesgos. Hasta dónde pueda llegar la próxima crecida de los problemas crediticios está, naturalmente, en gran medida en función de factores económicos más localizados, pero como siempre es sólo cuestión de tiempo.

El modelo de los precios en el mercado también sigue este ciclo. El gráfico 6 muestra los márgenes históricos sobre el LIBOR en los que los prestatarios

GRÁFICO I  
VOLÚMENES DE CRÉDITO SINDICADO GLOBAL 1980-1997



CUADRO NÚM. 1  
CRÉDITOS SINDICADOS  
LISTADO DE LA LIGA EUROMERCADO 1997

Posición	Banco	M. Dólares USA	Número
1	Barclays . . . . .	17,128.08	104
2	Citicorp . . . . .	15,407.33	89
3	Deutsche Morgan Grenfell . .	13,063.26	59
4	Chase Manhattan Bank NA . .	11,789.94	89
5	Union Bank of Switzerland . .	10,793.88	66
6	Societe Generale SA . . . . .	9,568.82	99
7	Bank of America . . . . .	9,246.82	34
8	NatWest Markets . . . . .	9,085.87	91
9	HSBC Group . . . . .	8,998.80	45
10	Dresdner Bank AG . . . . .	8,953.42	78

Fuente: Capital Data.

con domicilio en el Reino Unido han utilizado el mercado. Los precios avanzaron en 1990/91, y la caída subsiguiente en 1994 ilustra el carácter cíclico al que me he referido. Es difícil prever si el ciclo actual funcionará de la misma manera, pero hay algunas razones para creer que no, basándonos en las pautas de conducta de los participantes en el mercado.

El esquema 2 señala las características de la aproximación tradicional al préstamo. En el pasado, los bancos comerciales se preocupaban más por la competencia en factores como el tamaño de sus cuentas de resultados y el volumen total de ingresos, que se

oponían a factores más cualitativos. Ciertamente, incluso la iniciativa de Capital del Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS), que comenzó en 1986 y fue laudable en muchos aspectos, hizo poco por estimular a los bancos a distinguir entre los riesgos de crédito de empresas en sus carteras.

De igual modo, hasta muy recientemente, el proceso de los créditos en casi todos los bancos se centraba en cada transacción individual considerada aisladamente, con una casi total aproximación binaria a la toma de la decisión.

Finalmente, una característica particularmente perniciosa del mercado ha sido históricamente lo que yo llamo "ciclo de transferibilidad". En momentos de mayor liquidez en el mercado, y por consiguiente de mayor competencia por las peticiones de crédito, a los prestatarios les gustaría reducir el número de prestamistas con los que estuvieran preparados para tratar, e imponer así a los seleccionados (a los que hay que reconocer que estarían entusiasmados en muchos aspectos) una obligación de mantener amplias cuotas de préstamos individuales, con lo que se exacerbarían los posibles problemas posteriores para estos bancos.

Así pues, ¿por qué las cosas van a ser diferentes la próxima vez? Bueno, pues hay ciertamente algunos esperanzadores síntomas de cambio, como muestra el esquema 3.

No hay duda de que los bancos comerciales aplican a sus operaciones crediticias técnicas de análisis más avanzadas que nunca con anterioridad. También

GRÁFICO 2  
VOLÚMENES DE EUROCRÉDITO SINDICADO 1980-1997

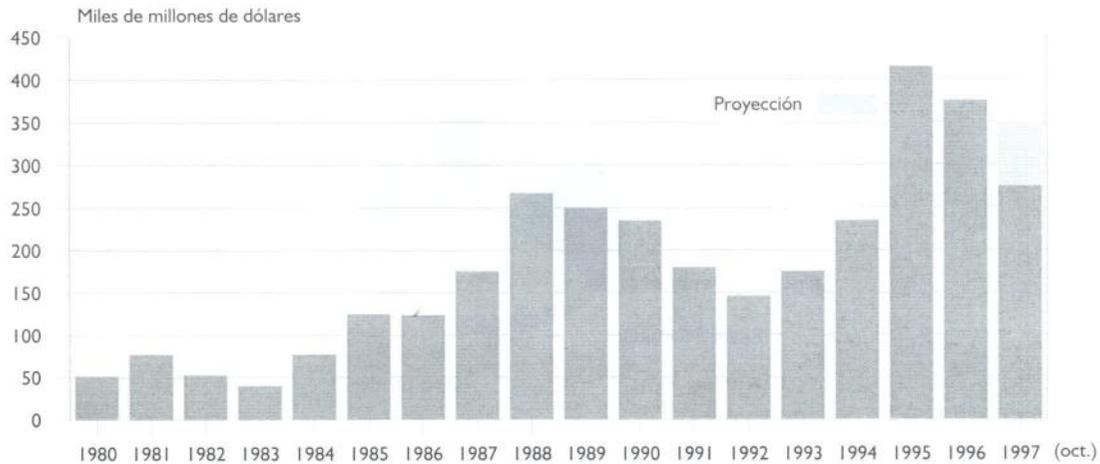
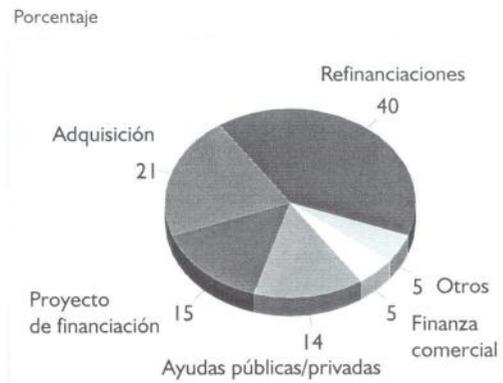


GRÁFICO 3  
PRESTATARIOS DE EUROCRÉDITOS 1997



Fuente: Capital DATA.

GRÁFICO 4  
DESTINO DE LAS FACILIDADES 1997



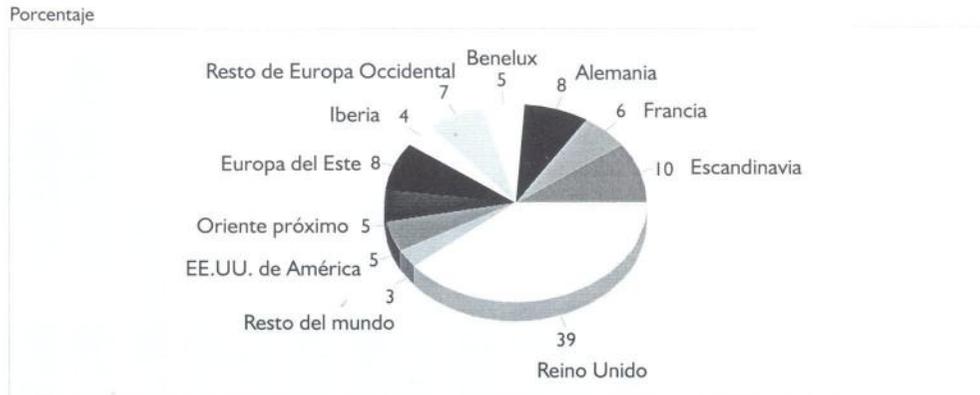
Fuente: Capital DATA.

están cada vez más interesados en los beneficios económicos además de, pero no necesariamente en sustitución de los beneficios basados en el control del capital que se fijaron como modelo desde finales de los ochenta. Ciertamente, algunos de los líderes más sofisticados dedican un tiempo considerable al campo de la Gestión del Crédito de Cartera. Cada vez más, las decisiones binarias de crédito se sustituyen por consideraciones de valor relativo. Se reconoce ahora sin género de dudas que concentrar el riesgo puede ser fatal.

Todos estos sucesos están teniendo lugar en un entorno cada vez más estimulante para los banque-

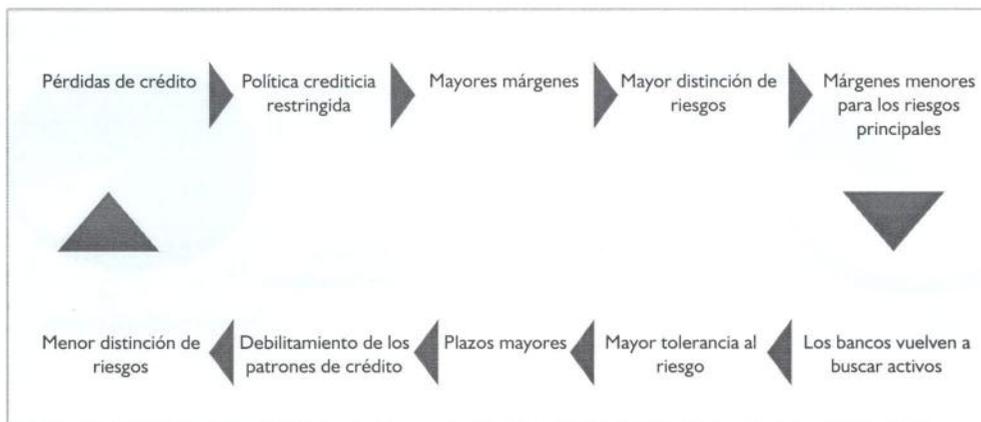
ros. Los accionistas de los bancos en muchos países se vuelven cada vez más exigentes e impacientes, obligando a los banqueros a hacerse más preguntas que antes sobre los fundamentos de su negocio. Por ejemplo, ¿es rentable el préstamo de empresas? Durante algún tiempo, el préstamo marginalmente rentable se ha desarrollado con vistas a acceder a otros supeuestamente más rentables flujos de negocios. Sin embargo, ahora esta estrategia está siendo examinada con mayor seriedad. Los equipos directivos gastan mucho tiempo en evaluar las conexiones entre los préstamos y otras actividades, y concluyen en muchos casos bien que no existen, o bien que de modo realista su institución carece de capacidad para apro-

GRÁFICO 5  
PAÍS DE ORIGEN DE LOS MANDATOS DE EUROCRÉDITOS 1997



Fuente: Capital DATA.

ESQUEMA I  
CICLOS EN LOS MERCADOS CREDITICIOS INTERNACIONALES



vechase de estas conexiones, y es posible que nunca la tenga. Esto está poniendo en entredicho las tácticas tradicionales de relación bancaria.

Estas ideas se están desarrollando en el entorno dinámico de mercado de una industria que experimenta un cambio sustancial. El esquema 4 identifica algunos aspectos de este cambio que tienen repercusiones directas en el negocio del préstamo.

Un fenómeno relativamente nuevo en Europa es la dedicación al préstamo de los bancos de inversión. Instituciones como Goldman, DLJ, Merrill Lynch y Morgan Stanley se han dedicado durante algún tiempo al

préstamo en los EE.UU., especialmente en la financiación apalancada, donde han complementado sus aptitudes en el altamente productivo mercado de valores. Sin embargo, éste es un cambio relativamente nuevo en Europa, pero está destinado a afianzarse a medida que el altamente productivo mercado europeo de títulos crezca y se desarrolle.

Un corolario de esto es el número creciente de situaciones en las que créditos y valores se ofrecen a los emisores como "paquete" financiero, en el que los créditos sirven bien como puente para los mercados de títulos o bien como parte constitutiva de un envoltorio de soluciones financieras. Los bancos europeos

GRÁFICO 6  
**EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LOS PRECIOS DURANTE CINCO AÑOS PARA  
 LAS COMPAÑÍAS DEL REINO UNIDO CALIFICADAS " A "**



y norteamericanos de inversiones están centrando ahora sus recursos en facilitar soluciones integradas para las necesidades de los emisores.

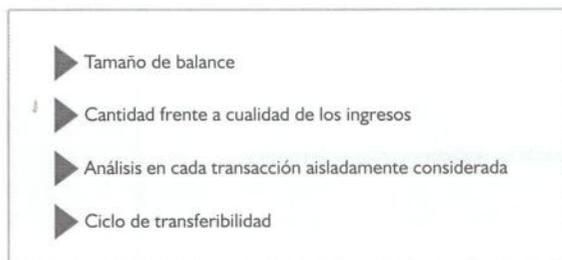
Mientras tanto, por el lado inversionista del negocio, hay una cantidad creciente de comparación de las condiciones de venta entre créditos y valores. Vemos un número creciente de bancos inversores europeos organizándose para sacar ventaja de las oportunidades en ambos mercados, dependiendo de cuál ofrece el mejor beneficio en un momento determinado. Asimismo, esperamos que los inversores no bancarios de Europa empezarán próximamente a expresar un interés más serio en créditos y clases de activos. Volveremos a este asunto más tarde.

Al mismo tiempo, emergen otras clases de activos en Europa. Se desarrollan estructuras derivadas de crédito, basada fundamentalmente en esta fase en exposiciones subyacentes al riesgo de títulos, pero también en algunos casos en exposiciones al riesgo de crédito. De modo similar, ha aumentado el número de titulaciones de préstamos de empresas, desde que Nat West lanzó su primer negocio ROSE al mercado.

Este es el telón de fondo contra el que la AMC se fundó a finales del año pasado (esquema 5). Reconociendo las presiones crecientes sobre los bancos en el ámbito crediticio, así como la necesidad y potencial crecientes de los bancos para dirigir el riesgo de activos crediticios, un grupo fundador compuesto por siete bancos (Barclays, CSFB, Fuji, HSBC, JP Morgan, Nat West y SBC Watburg) se unieron para establecer una asociación que se esperaba sirviera de foco para considerar alguno de estos retos y la promoción de acciones constructivas diseñadas para beneficiar a los participantes en el mercado.

Los objetivos iniciales de la AMC se dirigían a la creación de un más activo mercado crediticio secundario en Europa. Previamente, este mercado había sufrido por la asociación con situaciones muy complicadas, en cuyo contexto se creía generalmente que la transferencia secundaria de créditos había impedido la reestructuración con éxito de las sociedades afectadas. Este punto de vista se basaba tanto en las emociones como en los hechos. La AMC logró establecer una estructura para la posibilidad de transmisión, cen-

ESQUEMA 2  
**LA APROXIMACIÓN TRADICIONAL AL PRÉSTAMO**



trada inicialmente en los créditos vivos, donde se había visto que existía un mayor potencial de crecimiento del mercado debido a la combinación de factores anteriormente detallados.

Al hacerlo, la AMC se fijó en la actuación y ejemplo de la Asociación de Sindicación de Créditos y del Comercio o "ASCC", una organización paralela creada aproximadamente un año antes en los EE.UU., de manera que quedara garantizado que en sus conclusiones fuesen tan consecuentes como fuera posible en este creciente mercado global, teniendo en cuenta diferencias legales, etcétera.

Los primeros objetivos (esquema 6) de la AMC fueron los siguientes:

— uniformar y simplificar la venta de activos crediticios

— establecer un mercado uniforme para procedimientos de liquidación

— acordar un código de usos para la actividad del mercado

— crear un mecanismo de evaluación de créditos para ayudar a los gestores de la cartera de préstamos

— persuadir a los prestatarios, bancos y demás participantes en el mercado de las ventajas de un mercado crediticio más líquido y estructurado

Fue este último objetivo el que diferenció nuestro enfoque del de nuestros colegas norteamericanos.

---

ESQUEMA 3  
**SÍNTOMAS DE CAMBIO ENTRE LOS BANCOS PRESTAMISTAS**

- ▶ Análisis cada vez más sofisticado
- ▶ Análisis de los beneficios económicos frente a los beneficios basados en el control de capital
- ▶ Aplicación de la teoría de la cartera a los créditos
- ▶ Presiones para mejorar el beneficio de los accionistas
  - ▶ ¿Es rentable el préstamo?
  - ▶ ¿Son rentables las asociaciones?

---

ESQUEMA 4  
**SÍNTOMAS DE CAMBIO EN LOS MERCADOS**

- ▶ Creciente participación en el negocio del préstamo de empresas por parte de los bancos de inversión
- ▶ Vínculo complementario de créditos y valores en las finanzas
- ▶ Comparación de créditos y valores como inversiones
- ▶ Aparición de estructuras de crédito derivado
- ▶ Titulización
- ▶ Recientes transacciones estelares muestran la importancia de las realaciones entre la dirección y los negocios auxiliares
- ▶ Liquidez abundante; reparto más selectivo

---

ESQUEMA 5  
**ASOCIACIÓN DEL MERCADO CREDITICIO-ANTECEDENTES**

- ▶ Accidentada historia de los mercados crediticios secundarios en Europa
- ▶ La experiencia norteamericana / la ASCC
- ▶ Construyendo un marco para la transferibilidad
- ▶ Respondiendo a la demanda de información y anticipando el crecimiento de la actividad
- ▶ La necesidad de diálogo con los prestatarios

---

ESQUEMA 6  
**OBJETIVOS INICIALES DE LA AMC**

- ▶ Unificar y simplificar la venta de créditos
- ▶ Establecer un mercado uniforme para procedimientos de liquidación
- ▶ Acordar un código de usos para la actividad del mercado
- ▶ Crear un mecanismo de evaluación de créditos para ayudar a los gestores
- ▶ Persuadir a los prestatarios, bancos y demás participantes en el mercado de las ventajas de un mercado crediticio más líquido y estructurado

---

Por muchas razones, el mercado norteamericano estaba mucho más avanzado en el momento de crearse la ASCC y esta asociación sirvió en primer lugar para regular la actividad existente. Por otra parte, el mercado europeo era mucho menor, con muchísimos menos bancos actuando en los créditos comerciales. Al mismo tiempo, muchos prestatarios en Europa estaban y siguen estando poco dispuestos incluso a utilizar el mercado de créditos sindicados, siendo todavía normal las facilidades bilaterales en determinadas regiones.

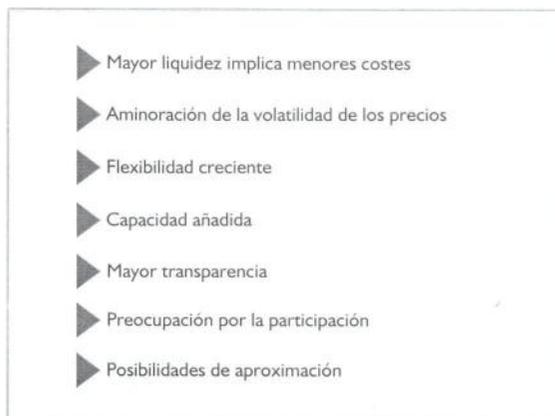
Estaba claro que uno de los primeros sectores que necesitaría ser convencido de las ventajas de un mercado más líquido era la comunidad prestataria. Examinemos el esquema 7. Las ventajas, desde la perspectiva del prestatario, son las siguientes:

- mayor liquidez implica menores costes
- aminoración de la volatilidad de los precios

- flexibilidad creciente
- capacidad añadida
- mayor transparencia

Sin embargo, reconocemos la legítima preocupación de los prestatarios acerca de los riesgos de contrapartida, especialmente en el contexto de las facilidades no cubiertas. Tal como sucedió después, nuestros esfuerzos al respecto se vieron muy ayudados por la aparición en los meses recientes de algunas facilidades crediticias altamente visibles, como el muy exitoso crédito jumbo a ICI de 500 millones de dólares, que incluyeron disposiciones sobre la posibilidad de cesión sin trabas, sugiriendo que en los casos en que se establecen en el mercado crediticio amplias tarifas financieras, los mayores prestatarios comienzan a reconocer que la inclusión de la posibilidad de cesión les permitirá obtener mejores condiciones con los banqueros.

ESQUEMA 7  
**CONSECUENCIAS PARA LOS PRESTATARIOS**



El crédito ICI ha sido continuado ahora por las Industrias BAT con un crédito de flexibilidad similar y, con el incremento de la financiación apalancada consolidada que se organiza en los Euromercados, existen pocas dudas de que el flujo de documentos crediticios comerciales en el mercado secundario vaya a aumentar considerablemente.

¿Quiénes venden, pues, y por qué venden? El esquema 8 detalla un número de razones más específicas de por qué aparecen los vendedores. Son las siguientes:

- racionalización del negocio y fusiones
- factores relacionados con el capital
- gestión de la cartera de valores
- cambios en intereses geográficos y/o industriales
- reevaluación de relaciones
- nueva apertura de negocios

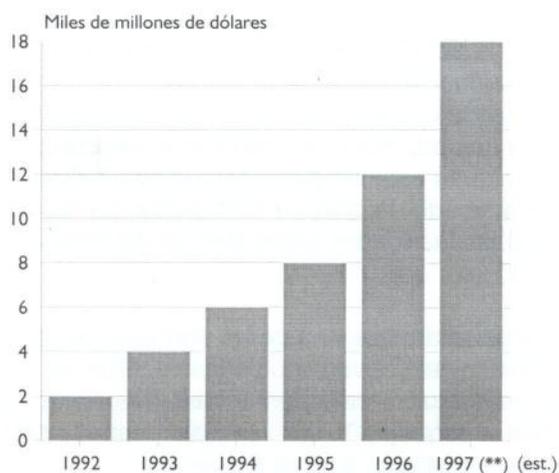
Estos factores, conjuntamente con una mayor tolerancia por parte de los prestatarios han contribuido a un rápido crecimiento del mercado secundario, que se retrata en el gráfico 7. En comparación (gráfico 8), se muestra la historia del mercado norteamericano, que muestra un modelo similar. Ambos gráficos incluyen créditos vivos y con problemas, pero el mayor crecimiento en ambos mercados en los años recientes se ha producido por el lado bueno del espectro.

Otro rasgo del mercado norteamericano que es probable que se importe a Europa próximamente es la intervención de entidades no bancarias como inversoras en créditos. El gráfico 9 muestra los cambios en la cuota de mercado de los nuevos créditos apalancados norteamericanos entre las diversas categorías de inversores. Se puede ver que los inversores no bancarios han incrementado su cuota de mercado sustancialmente, un hecho que se puede atribuir a la combinación de flexibilidad financiera y a la velocidad en la toma de decisiones. En los próximos años, es probable que se vea en Europa una tendencia similar al crecimiento del mercado apalancado europeo. Dado que los inversores no bancarios son directores más activos que sus competidores bancarios, esta tendencia servirá también para promover una mayor actividad en el mercado comercial crediticio.

Volvamos a la AMC. ¿Qué se ha conseguido exactamente en los primeros diez meses de existencia? (esquema 9).

Nuestra primera prioridad fue obtener el apoyo de los máximos participantes en el mercado. El hecho de que nuestros socios superen ya claramente el centenar, incluyéndose diversas entidades dedicadas al mercado crediticio tales como bufetes jurídicos y agencias de calificación, añadidas a los bancos comerciales y de inversión que constituyen la amplia mayoría, sugiere que nuestra incorporación fue oportuna y adecuada para la comunidad crediticia. Esta

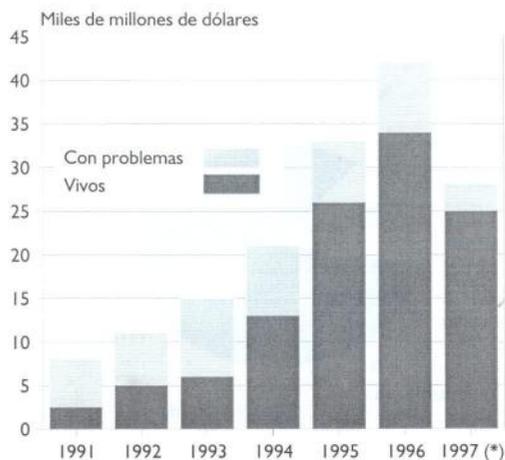
GRÁFICO 7  
**VOLUMENES ESTIMADOS DE CRÉDITOS COMERCIALES EUROPEOS (\*)**



(\*) Las cifras incluyen créditos vivos y con problemas.

(\*\*) Primera mitad de 1997, estimada para créditos vivos y con problemas, es de 10.000 millones de dólares.

GRÁFICO 8  
VOLUMEN DE MERCADO SECUNDARIO DE  
CRÉDITO 1991 - PRIMER SEMESTRE DE 1997



(\*) Primer semestre

tarta-gráfico (gráfico 10) de nuestros socios bancarios muestra cuántos socios tenemos, aunque en esta fase la mayoría de nuestros socios se encuentra en Londres. Sin embargo, hemos cultivado bancos y banqueros que operan fuera de Londres, y tenemos representantes en el Consejo que operan fuera de París y Francfort. En tono rimbombante, también hemos consultado reguladores, como los principales bancos centrales europeos, que han expresado generalmente su apoyo a esta iniciativa.

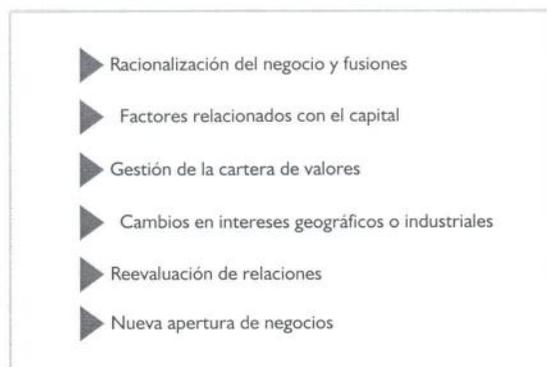
Nos hemos centrado bastante en nuestros objetivos iniciales, pero hemos progresado hasta el punto de tener ahora más de cincuenta voluntarios trabajando en una serie de comités. Nuestros comités (véase esquema 10) incluyen los siguientes:

- información
- evaluación
- documentación
- liquidaciones y prácticas comerciales

Diez meses después, la AMC ha avanzado mucho en la persecución de sus objetivos iniciales.

Por ejemplo, en septiembre distribuimos a los socios las normas recomendables sobre los documentos de los créditos comerciales vivos. Ello fue consecuencia de un período de consulta entre nuestros

ESQUEMA 8  
¿QUIÉNES Y POR QUÉ VENDEN CRÉDITOS?



socios más veteranos. Esperamos que pronto quedará establecido como la norma reguladora de las transacciones comerciales con arreglo a la Ley Inglesa. Ya existe el borrador de un código de prácticas para los créditos comerciales vivos.

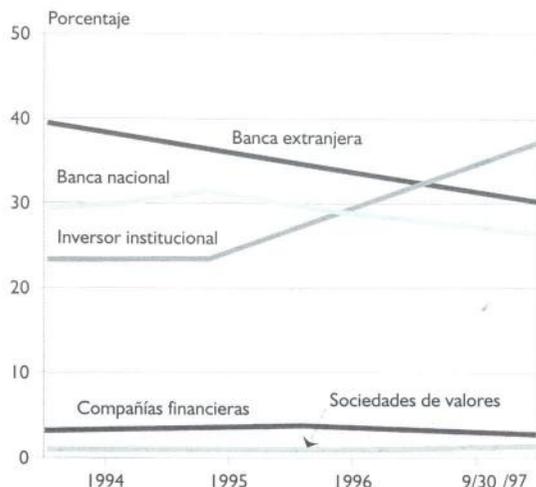
Asimismo, durante algunos meses hemos recogido de los socios a través de Coopers y Lybrand, preservándose así el anonimato, los datos indicativos de precios relativos a un número de modelos de créditos en los Euromercados. Además, hemos comenzado a recopilar estadísticas sobre la actividad comercial. Esta información se distribuye habitualmente entre los colaboradores, y es particularmente útil para el universo creciente de los directores de créditos de cartera.

Con respecto a la promoción del mercado secundario crediticio, tenemos varios trabajos en marcha. A nuestros socios se les informa regularmente de los progresos, a través de hojas informativas como la que les entregaré hoy a quienes estén interesados de entre ustedes. Hemos patrocinado también un número de conferencias sobre la industria, al principio procurando ampliar nuestros propios intereses, pero centrándonos más recientemente en evoluciones del mercado.

Tras haber progresado enormemente en la consecución de nuestros objetivos iniciales y aumentado el número de socios y recientemente también el Consejo de Dirección, hemos podido ampliar nuestro campo de actuación durante los últimos meses (esquema 11). Por ejemplo:

- Se ha establecido un equipo para centrarnos en los distintos aspectos de la Dirección de los Créditos

GRÁFICO 9  
MERCADO PRINCIPAL NORTEAMERICANO  
PARA CRÉDITOS APALANCADOS



Fuente: Portfolio Management Data.

de Cartera, incluyendo la normativa sobre el tratamiento de los créditos de capital. Nuestro enfoque asume que la compra y la venta de créditos puede coexistir con mayor éxito con métodos alternativos de transferencia de riesgos, como los derivados de crédito y la titulización.

— Hemos comenzado a centrarnos en áreas de documentación crediticia fundamental, que llevan por sí mismas a la normalización y a la simplificación. Nuestro punto de vista, quizás sorprendentemente compartido por muchos miembros de nuestro Panel Legal, que comprende algunas de las firmas principales que operan en el mercado del Eurocrédito, es que los documentos se encuentran a menudo sobreges-

ESQUEMA 9  
AMC-AVANCES HASTA LA FECHA

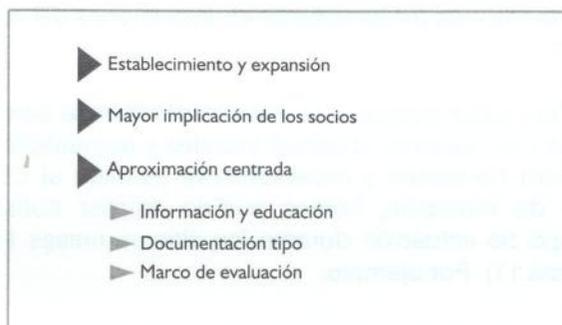
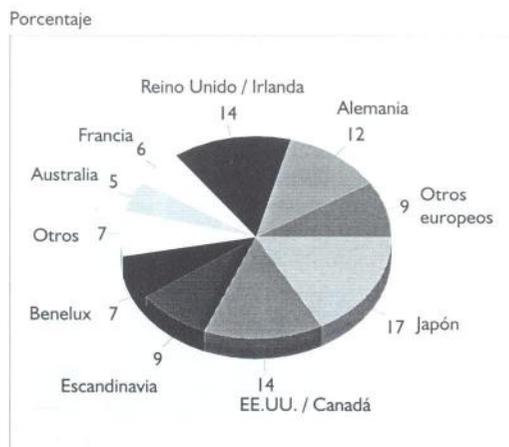


GRÁFICO 10  
AMC - SOCIOS BANQUEROS (TOTAL 91)



tionados. Lo cual no sólo incrementa los costes del negocio, sino que también impide la transferencia subsiguiente, y reduce así innecesariamente la liquidez. A este respecto hemos comenzado un diálogo con la comunidad prestataria del Reino Unido, y encontramos a los prestatarios por lo general receptivos a nuestras ideas.

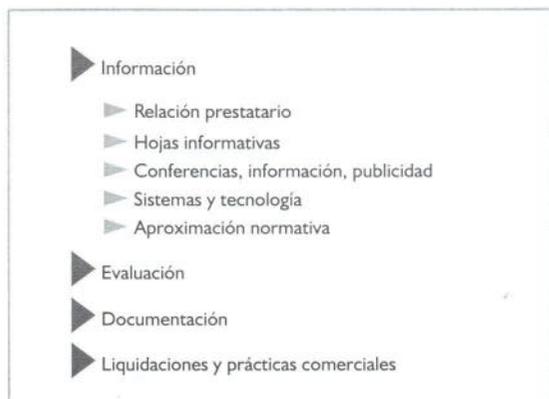
— Hemos empezado también a centrarnos en el mercado secundario de los créditos con problemas. También aquí la falta de reglas, tanto en términos de documentos como de prácticas añade costes y puede disuadir a nuevos participantes en el mercado. Dado que este mercado tiene el potencial de expandirse considerablemente por toda Europa, una vez que suceda la inevitable bajada, será el momento de simplificar y refinar la interacción entre los que participan en el mercado.

Por último querría decir que, mientras que hasta la fecha la mayoría de nuestras actividades se han basado en Londres, tenemos la intención de dedicar durante los próximos seis meses o así mucho más de nuestro tiempo a otros países. Ésta es la razón por la que estoy tan encantado de poder hablarles hoy a todos ustedes.

En resumen, creemos que la fuerza de la ayuda que hemos recibido pone de manifiesto que se reconoce que la Asociación tiene potencial para rellenar un vacío en el negocio del préstamo en general. Pretendemos proporcionar un foro para el debate y la resolución forma de aspectos que afectan a nuestros socios; conceder a los socios la oportunidad de bene-

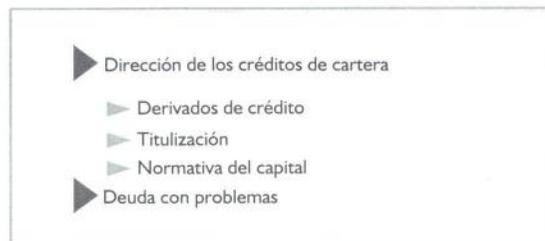
---

ESQUEMA 10  
**COMITÉS ORIGINALES AMC**



---

ESQUEMA 11  
**COMITÉS AMC RECIENTEMENTE ESTABLECIDOS**



---

ficiarse de las ideas y experiencia de los demás, de manera que las ventajas sean mutuas y, lo más importante, permitir la acción colectiva para garantizar que el producto crediticio siga siendo una de las opciones financieras más competitivas para los prestatarios, a pesar de las crecientes presiones bajo las que tienen que operar ahora los proveedores.

Fundamentalmente, no intentamos convertir créditos en obligaciones, lo que precisamente socavaría la razón de nuestra existencia, sino encauzar las cuestiones relativas al producto crediticio de modo constructivo, de manera que se intensifique la eficacia de sus instrumentos y también del mercado.

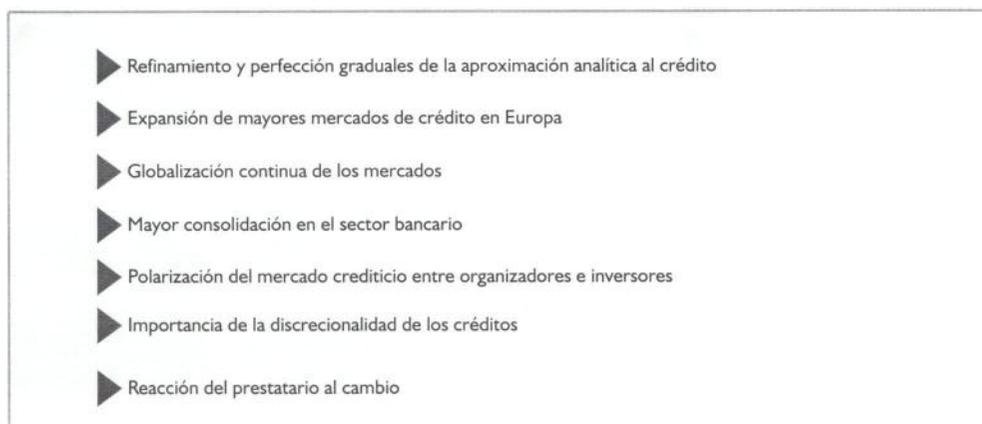
---

Aunque es aún pronto para predecir el tipo de papel que la AMC pueda jugar en el plazo digamos que de cinco años, tengo muy pocas dudas de que no es probable que se dé marcha atrás en el camino ya emprendido. Considerando las perspectivas de cambio, me refiero a ellas en el esquema 12. Creo firmemente que todas estas cuestiones tendrán cada vez mayor importancia en el futuro, y afectarán a los mercados financieros de algún modo o manera.

Concluyendo, llamaría su atención sobre la última cuestión clave, a saber "La reacción del prestatario al cambio". Mientras algunos prestatarios pueden tener la tentación, particularmente en esta fase del ciclo crediticio en la que tan bien les va en un mercado con tendencia al alza, de desprestigiar algunos de estos sucesos que afectan a sus prestamistas, creo que los Tesoreros y Directores Financieros sagaces de toda Europa deberán fijarse detenidamente en estos aspectos y tratar de diseñar un camino ventajoso para

---

ESQUEMA 12  
**FUTUROS CONDUCTORES DEL NEGOCIO CREDITICIO**



ellos que saque partido de los inevitables cambios que tendrán lugar en la relación tradicional banquero/cliente durante los próximos años. Verdaderamente, creo que particularmente los prestatarios en España, que históricamente se han protegido de las evoluciones del más amplio mercado del Euro-

crédito, harían muy bien en hacer caso de este mensaje.

Nuevamente, muchas gracias por haberme invitado hoy. Agradezco la oportunidad de dirigirme a un grupo de profesionales tan distinguido.



# Clausura de las XVI Sesiones de Trabajo de Tesorería y Mercado Financiero

Cristóbal Montoro

Gracias, buenas tardes, Exmo. Sr. Presidente, Excmas. Autoridades también presentes en el acto, para mí constituye una satisfacción y un honor el haber recibido la invitación para clausurar estas Jornadas, unas Jornadas que cuentan ya con gran tradición y que suponen una oportunidad para dirigirme de forma directa a un conjunto nutrido de personas que trabajan en el mundo de la empresa, particularmente en el ámbito financiero. Felicito a los organizadores de las mismas por esta nueva celebración que coincide con un momento clave de la historia de toda Europa, de la historia de España, como va a ser el momento en que vamos a alumbrar entre todos la moneda única. Quedan ya pocos meses para que vivamos ese momento histórico, para que realicemos de manera efectiva el último de los exámenes. Utilizando un símil académico, podemos decir que los exámenes parciales ya se han realizado y sólo falta obtener la última calificación en el examen final; los exámenes parciales son los informes de la propia Comisión de la Unión Europea, en concreto el Informe de Otoño que identifica la situación económica de los países aspirantes a la Unión Económica y Monetaria y que ha predicho que España estará desde el primer momento en la primera oleada de los países que van a procurar el nacimiento de la moneda única. La moneda única es una gran oportunidad para todos los europeos. En primer lugar, porque la moneda única va a representar un paso decisivo en la formación definitiva del mercado único. La moneda única es una necesidad para que el gran mercado interior europeo pueda funcionar cada vez con mayor eficacia, pueda completarse y pueda servir al objetivo de los europeos, cual es el de fomentar el bienestar económico y crear cada vez más empleo. En segundo lugar, esa nueva moneda nos permitirá afrontar el desafío de la competitividad internacional, nos permitirá competir con éxito frente al resto del mundo, tanto frente a los países desarro-

llados como frente a los países en vías de desarrollo. Por último, necesitamos esa nueva moneda para crear un marco financiero internacional cada vez más estable. Pero, siendo importantes las razones económicas y las razones financieras que inspiran la moneda única, no podemos olvidar que también la moneda única va a ser en sí misma un resorte para la integración política de toda Europa. A partir del momento en que se hayan fijado definitivamente los tipos de cambio de nuestras monedas, las instituciones comunitarias van a tener ante sí el desafío de proceder a la integración política de Europa. La coordinación de políticas económicas en el ámbito europeo va a ser una imperiosa necesidad que en sí misma va a impulsar la creación de un orden político superior en Europa. Eso tiene sus riesgos, sin duda alguna, pero es un desafío importante que tenemos delante los europeos para que, juntos, podamos sentar las bases de nuestra cultura de estabilidad y podamos hacer que nuestras economías y nuestras sociedades sean cada vez más prósperas.

Quiero destacar esta noche la importancia que tiene la moneda única como fuente de estabilidad económica para todos los países que vamos a ser miembros de esa moneda o de esa zona de estabilidad de tipos de cambio. En efecto, no podríamos fijar los tipos de cambio de manera definitiva si no cumpliéramos los criterios de convergencia. Los criterios de convergencia, como exponentes máximos de la cultura de estabilidad económica, son el mejor de los avales para garantizar nuestra prosperidad, nuestro bienestar, en el presente y, sobre todo, en el futuro. Asimismo, los europeos miramos a la moneda única como fuente de creación de empleo; en ese sentido, los europeos no debemos entender en ningún momento que existe contradicción entre la convergencia nominal y la creación de empleo. La convergencia no-

minal que supone la reducción del déficit público, el acercamiento de nuestras inflaciones a las de aquellos países cuya evolución de precios es más moderada, el acercamiento de los tipos de interés, la estabilidad de nuestras monedas, en modo alguno es incompatible con la creación de empleo, antes al contrario. La semana próxima será una semana muy importante para toda Europa toda vez que se va a celebrar la cumbre europea sobre el empleo, y España se acerca a esa cumbre con el convencimiento de que precisamente es a través de hacer los deberes en casa, a través de haber conseguido cumplir los criterios de convergencia como efectivamente se crea más empleo. Es con el cumplimiento de los criterios de Maastricht, con el cumplimiento del Tratado de la Unión Europea, como verdaderamente los europeos tenemos que afrontar el futuro de nuestra creación de empleo.

España está viviendo esta última fase de nuestra integración en Europa, en la Unión Económica y Monetaria de Europa, como lo que es, una fase de crecimiento con estabilidad, y no como lo que algunos auguraban. Recuerden que todavía hace año y medio o dos años, algunos anunciaban que el camino de la moneda única, el camino de Maastricht, sería un camino de sacrificios y penalidades y se preguntaban si realmente valía la pena hacer ese recorrido toda vez que no estaba claro que esos esfuerzos fueran a rendir los frutos o los beneficios suficientes. Ahora podemos decir con toda firmeza que para España el trayecto de la moneda única es un camino que nos está rindiendo la mejor de las oportunidades, que España está recibiendo de forma anticipada los dividendos de nuestro seguro ingreso en la moneda única. España, en estas circunstancias económicas que estamos viviendo, es uno de los exponentes de que a medida que se van cumpliendo los criterios de convergencia nominal, a medida que se va reduciendo el déficit público y la inflación, consigue un crecimiento económico cada vez más sólido e intenso y claramente superior al crecimiento que experimenta la media de la Unión Europea. Es decir, España es un excelente ejemplo de cómo la convergencia nominal es igual a convergencia real. Cuando no se produce convergencia real, cuando no se acercan los niveles de bienestar es precisamente en los períodos en que no se están cumpliendo eficazmente los criterios de convergencia nominal. Nuestro país es el claro exponente de esa identidad; nuestro país, al hacer esos deberes internos, ha hecho suya la cultura de estabilidad económica. Al haber rebajado la inflación y haber saneado nuestras cuentas públicas, al habernos puesto seriamente a hacer esos deberes, es cuando hemos espolado nuestro crecimiento económico y ese creci-

miento está redundando en una cada vez más intensa creación de empleo. Así pues, la cultura de estabilidad económica es una cultura que los españoles estamos haciendo cada vez más nuestra, es la cultura de la Unión Monetaria y es la cultura que tiene que ser la garantía no ya de nuestro presente, de nuestra recuperación económica que ya es una fértil realidad entre nosotros, sino que tiene que ser la llave que abra el futuro de acercamiento de nuestro nivel de desarrollo, de nuestro nivel de bienestar, a los países cuyo nivel de bienestar es más alto y tiene que ser también, sobre todo, la fuente de creación de empleo. Somos, insisto, un excelente ejemplo de esa circunstancia; hemos superado los tradicionales problemas que provocaban un estrangulamiento económico y que nos impedían crecer como lo estamos haciendo ahora.

La evolución de nuestros desequilibrios económicos es francamente positiva. En materia del déficit público hemos podido comprobar que la ejecución de presupuestos como los del 97, presupuestos rigurosos, estrictos en materia de control del gasto público, están abriendo la puerta del crecimiento económico, están impulsando nuestro crecimiento. Algunos economistas todavía siguen llamando restrictivos a estos presupuestos, yo creo que de forma incorrecta, porque estamos comprobando que cuando se reduce el déficit público lo que se consigue es expandir la economía. En lo que se refiere a la evolución de nuestra inflación, después de conocer el índice de precios al consumo del mes de octubre, podemos decir también que estamos alineados junto a los países europeos de mayor estabilidad de precios, con la diferencia de que en España ese registro de inflación lo estamos consiguiendo con un alto crecimiento económico, con tasas de crecimiento de nuestra economía cercanas a un 3,5 por 100, mientras que la inflación se está manteniendo en España incluso por debajo del 2 por 100. Ésa es una garantía de que en el año 97, por segunda vez en nuestra historia económica, la inflación quedará de nuevo por debajo del objetivo del gobierno. La realidad de la evolución de nuestros precios va a volver a repetir lo que ya ocurría en el año 96, que el objetivo oficial del gobierno va a quedar alto en relación con lo que está siendo la evolución de nuestra inflación.

Nuestro sector exterior ofrece también unos perfiles muy equilibrados, un balance muy positivo, de forma que este año 97, año en el que el crecimiento medio de la economía será del orden del 3,2 por 100, nuestra balanza de pagos seguirá siendo un elemento aportador neto de crecimiento. Y más aún, nuestro sector exterior ofrece un perfil muy tranquilizador ya

que podemos continuar en esta recuperación económica, cada vez con mayor protagonismo de la demanda de consumo y de la demanda de inversión, y podemos hacerlo, sin el miedo que tuvimos, en épocas anteriores de crecimiento económico, a que el desequilibrio del sector exterior fuera un factor de estrangulamiento, un obstáculo insalvable para nuestro crecimiento económico. Eso no está ocurriendo ahora. Los perfiles de nuestro sector exterior son francamente suaves y ahí descansa otra de las garantías de nuestro crecimiento económico para los próximos años.

Así pues, estamos inaugurando en España un nuevo modelo de crecimiento económico, estamos inaugurando una nueva forma de crecer. La nueva forma de crecer consiste en que el crecimiento de nuestros precios es claramente inferior al crecimiento de la economía en términos reales, y ello permite que nuestro país pueda seguir ganando competitividad frente al resto del mundo de manera constante. Cuando esto ocurre, podemos sostener y fortalecer nuestro crecimiento económico y podemos hacer este crecimiento cada vez más intenso en creación de empleo. Y podemos también hacer unos Presupuestos generales del Estado como los que se han preparado y están siendo objeto de debate estas semanas en las Cortes. En esos presupuestos se combina la reducción del déficit público con el mantenimiento de la presión fiscal, es decir, es posible reducir el déficit público sin pedir más impuestos a los españoles y, además, eso se compagina con un aumento de los gastos en educación, en sanidad y en inversiones, incluso por encima de los aumentos del producto interior bruto. La clave para que ello sea posible es que estos presupuestos están diseñados para conseguir un escenario económico de baja inflación y de alto crecimiento de la economía en términos reales. Nos habíamos olvidado de lo que era esta clase de crecimiento económico que estamos empezando a vivir en el año 97 y, si somos capaces de mantener este modelo de crecimiento económico, podemos predecir con toda certeza que el crecimiento será sostenible durante bastantes años, que es precisamente lo que necesitamos para hacer frente al principal de nuestros problemas, el problema del empleo.

Lo que ha permitido que se produzca en España esta recuperación económica, a partir de los criterios de Maastricht, ha sido la combinación de políticas económicas emprendidas. La combinación de la política de consolidación fiscal con políticas de liberalización económica, en las que la privatización de empresas públicas es también una manera eficaz y rápida de introducir un nuevo orden de mercado y de intro-

ducir más competencia; todo ello combinado, a su vez, con reformas económicas asentadas en el diálogo social, como la reforma del mercado de trabajo que se ha llevado adelante en nuestro país, una reforma negociada entre los agentes sociales y que está favoreciendo no sólo que haya más empleo sino más empleo estable. Algunos han calificado ese cambio, ese acercamiento de España a los criterios de Maastricht, (en estas jornadas se ha vuelto a utilizar esa expresión), como un hecho cuasimilagroso. No tiene nada de milagro, eso es fácil de explicar; aunque siempre los economistas explicamos con más facilidad el pasado que lo que va a deparar en el futuro, en este caso podemos explicar las claves de lo que nos ha ocurrido en realidad, que ha sido ganar la confianza de los mercados financieros, en primer lugar, y recuperar las expectativas de los agentes económicos, de los agentes sociales, en segundo lugar. Ganar la confianza de los mercados financieros ha sido decisivo para esta recuperación de la economía. Lo que hemos conseguido es que, a través de la reducción del gasto público y de la liberalización económica que se ha ido plasmando en una menor inflación, en una mejor formación de precios de la economía española, se haya producido lo que sí ha sido un gran acontecimiento para todos los españoles que no es otro que la reducción de los tipos de interés. La bajada de tipos de interés ha sido espectacular, recordemos que en el mes de marzo del año 96 los tipos de interés a largo plazo estaban en el 10 por 100, y la mañana del lunes 4 de marzo, después de las elecciones generales, la prima de riesgo país se situaba, algunas horas de aquella mañana, en los 400 puntos básicos. Hoy estamos por debajo, el mercado está marcando menos de 40 puntos básicos y estamos en el 6 por 100 de tipos de interés a largo. Los beneficios de esa reducción drástica, conseguida a través de ganar la confianza del mercado, son muy grandes para la recuperación económica. Según las estimaciones del Ministerio de Economía casi la mitad del crecimiento económico del año 97 proviene de la propia bajada de los tipos de interés y de la mejora de renta disponible que liberan los nuevos tipos de interés para el sector privado. Especialmente, en el sector empresarial se ha producido el efecto riqueza y el efecto sustitución de inversiones productivas, en vez de inversiones financieras que están movilizándose a partir de la nueva situación del precio del dinero en España. Adicionalmente, para los Presupuestos generales del Estado y para los presupuestos de las Comunidades Autónomas, la bajada de los tipos de interés ha sido un maná que nos permite que los recursos puedan dedicarse a lo que son las prioridades de los ciudadanos, a invertir en mejorar los servicios sociales básicos y a invertir también en infraestructuras, de las que depende el desarrollo

económico y la creación de empleo. Así pues, la clave de lo que es la reducción de tipos de interés, el ganar la confianza de los mercados financieros en primer término y el generar expectativas positivas en segundo lugar, explica en buena parte lo que nos ha ocurrido a todos los españoles; explica esta recuperación. Esta recuperación, sinceramente creo y debo decirles esta noche, aquí, en Pamplona, no hubiera sido posible si se hubieran aplicado en España reformas económicas radicales que hubieran traído confusión, tensiones sociales, que hubieran hecho imposible combinar una recuperación económica con una reducción de los desequilibrios básicos, tan sustancial como afortunadamente hemos conseguido en materia de inflación, y en definitiva, con una convergencia con Europa que nos va hacer llegar a la moneda única, no sólo cumpliendo los criterios de convergencia sino registrando un importante crecimiento económico y creación de empleo. Eso nos enseña que las reformas económicas, en nuestro tiempo, para generar confianza social, deben ser reformas graduales, que no son los tiempos actuales los propios de reformas radicales que traen confusión a la sociedad y que en definitiva frenan el crecimiento económico al producir inquietudes pese a los muchos beneficios que a largo plazo puedan traer. Es el momento de esas reformas continuas, reformas progresivas, reformas graduales, eso sí, reformas que han de continuar, puesto que tenemos que seguir preparando nuestro país para aprovechar los seguros beneficios de nuestra ya cierta incorporación a la moneda única.

Hay también un aspecto de nuestra integración en la moneda única que no quisiera dejar de considerar. En España existe una estabilidad política que es la que está sirviendo de fundamento para la toma de decisiones en materia económica, las cuales en definitiva están en la raíz de esta clase de recuperación o del nacimiento de este nuevo modelo de crecimiento económico que afortunadamente estamos viviendo. Y es que, el proyecto europeo, además del propio resultado de las elecciones generales del 3 de marzo del 96, está sirviendo para concentrar las orientaciones de las principales fuerzas políticas de nuestro país, de forma que en España no hay una discusión política intensa, ni contradictoria, sobre la pertenencia de España a la Unión Monetaria Europea. Esto en sí mismo, está siendo un gran activo nacional de forma que nadie cuestiona en España, salvo alguna fuerza política pero ni siquiera de una manera frontal, la necesidad de que nuestro país dé ese salto no sólo cuantitativo, sino cualitativo, de nuestra integración en la moneda única. De esta forma, el objetivo exterior de España está siendo un motor de concentración de energías

políticas en nuestro país, constituyendo en sí mismo una garantía de estabilidad política que, en definitiva, era absolutamente necesaria para que pudiéramos llegar a ese objetivo que es común: la moneda única. Creo que tenemos que felicitarnos de que ese sea el planteamiento común de los partidos políticos en nuestro país, y que reúna a las fuerzas políticas más allá de sus ideologías propias, porque cuando existe ese consenso, esa coincidencia de opiniones tan fundamental en una sociedad, lo que tenemos que hacer es aprovechar las energías que se liberan de tal coincidencia. En ese sentido, el objetivo de integrar a España en la moneda única ha sido un gran objetivo nacional y puedo subrayar esa palabra; ha sido un gran objetivo de todos y, por tanto, podemos decir que todos estamos sirviendo leal y eficazmente a ello. Esa estabilidad política consecuencia de nuestra integración tendrá continuidad en nuestro país a medida que estemos ya en la moneda única y que tengamos el desafío de conseguir los mejores beneficios, para todos los españoles, de nuestra integración en la UEM. Tendremos que seguir preparando a nuestro país en el plano económico y en el plano social, puesto que tenemos todavía una tarea importante, y muy positiva por delante, prometedora, esperanzadora, pero sin duda alguna, una tarea considerable entre manos: seguir disciplinando nuestras finanzas públicas, seguir saneando nuestros presupuestos, seguir liberalizando nuestra economía, y seguir introduciendo más competencia. Ello significa seguir también en una tarea de privatización de empresas públicas, creándose ese nuevo orden de competencia en el mercado, para garantizar que en el futuro, ya muy próximo, podamos seguir ganando competitividad sobre las premisas de una economía cuyas decisiones se toman internamente de una manera muy eficiente.

Acabo pues como empezaba, insistiendo en que el proyecto de la moneda única es un proyecto histórico para todos los europeos y es, en sí mismo, un desafío histórico especialmente para los españoles. Ya no hay dudas, podemos decirlo categóricamente, de que la moneda única va a ser una realidad y ya no hay dudas de que España va a ser miembro desde el primer momento, desde el momento en que se configure. Y era importante que en esta ocasión tomáramos el tren de la historia precisamente cuando pasa ese tren, era importante que en esta ocasión no nos ocurriera como tantas otras veces en nuestra historia que llegáramos tarde a las citas históricas, que llegáramos tarde a los trenes y que después íbamos cogiendo esos trenes con muchos problemas, en unas condiciones sociales que no eran las mejores para aprovechar las oportunidades de esas citas con la historia. En esta ocasión no va a ser así, en esta ocasión

vamos a estar en el momento justo, en un momento que no sólo es decisivo para nosotros sino decisivo para toda Europa. Es un momento prometedor, es un momento en el que la recuperación económica tiene que tener sus protagonistas cada vez más en la iniciativa privada, en esa pequeña y mediana empresa que es la fuente de nuestro crecimiento económico actual y la fuente fundamental de la creación de empleo y, en definitiva, tiene que tener también el asiento en estas políticas económicas que en nuestro país todavía son relativamente nuevas. Estas políticas, que he tratado de sintetizar, son políticas de cultura de estabilidad económica. Hemos aprendido que cuando reducimos el déficit público, gastando menos en las Administraciones Públicas, crecemos mejor y nuestro crecimiento es de más calidad. Hemos aprendido que cuando nuestra moneda se estabiliza frente a las otras monedas ganamos competitividad a través del control de nuestros precios, a través de nuestras inversiones y de la preparación interna de nuestra economía, de

nuestro sistema productivo y de nuestras empresas. Hemos aprendido también que es por esa baja inflación como, además de conseguir una economía más eficiente, también abrimos nuevos horizontes a la formación del ahorro a largo plazo y, en definitiva defendemos también la renta y el patrimonio de quienes menos tienen en la sociedad, es decir, conseguimos también una sociedad más igualitaria, más justa. Todas estas premisas son las que inspiran este modelo de construcción de la Europa unida, de la moneda única, del euro, que pronto será una realidad entre nosotros y que afortunadamente en esta ocasión vamos a sentarnos en la primera fila del concierto de las naciones más avanzadas de Europa, no ya para asistir sino para ser protagonistas de ese nacimiento. Tenemos una excelente oportunidad por delante, vienen buenos tiempos que, si los sabemos aprovechar entre todos, suponen una gran oportunidad por ganar. Muchas gracias de nuevo por su atención, y sobre todo por la invitación, muchas gracias.



## **Discurso del Excmo. Sr. D. Miguel Sanz, Presidente del Gobierno de Navarra en la clausura de las XVI Sesiones de Trabajo de Tesorería**

---

Excelentísimos e Ilustrísimos señores, señoras y señores, queridos amigos:

Resulta obligado que mis primeras palabras en este acto de clausura en las XVI Sesiones de Trabajo de Tesorería sean de agradecimiento. Agradecimiento a los ponentes que, con sacrificio de su tiempo y de su esfuerzo, han querido acudir a esta cita anual, y ya tradicional en el panorama de las reuniones financieras españolas, para brindarnos su personal perspectiva de los problemas que en estos dos días han sido abordados.

Gracias también a los moderadores que han sabido, con inteligencia y prudencia, ordenar y animar los coloquios que han seguido a todas las intervenciones. Y, muy especialmente, nuestra gratitud a quienes, con fiel perseverancia, año tras año, vienen a Pamplona a dar vida a una cita que, sin ellos, carecería de sentido. Su presencia nos ha de servir de acicate para que tratemos de mantener el más alto nivel de las Sesiones en beneficio de la mejor información de nuestros operadores financieros.

Gracias también, y muy sinceras, a las autoridades monetarias que han tenido la gentileza de aceptar nuestra invitación para acompañarnos.

No me parece necesario, ni siquiera prudente por mi parte, tratar de resumir el rico contenido de conclusiones que Vds. mismos habrán de obtener de cuanto aquí se ha dicho en estos dos apretados días de trabajo en los que la Unión Monetaria ha vuelto a ser telón de fondo de nuestras preocupaciones, pero tam-

poco puedo dejar de subrayar cuál ha sido el propósito que nos impulsó a plantear los temas que han sido objeto de tratamiento.

El desafío que supone la implantación de la moneda única europea ha concitado un amplio abanico de problemas a los que, en estos últimos años, se ha dedicado una detallada atención. En primer término, por la preocupación de alcanzar los objetivos macroeconómicos exigidos por el Tratado de la Unión.

Desde la perspectiva española, no era fácil su consecución, pero el esfuerzo común, no exento de sacrificios, ha mostrado que las políticas económicas rigurosas y realistas rinden frutos, en muchos casos espectaculares. Nadie hubiera apostado hace unos años por que España se encontrase entre los países que fueran a cumplir los objetivos de convergencia de Maastricht. Y, sin embargo, ahí estaremos.

Navarra, una vez más, ha sabido ser solidaria y comprometida en el cumplimiento de los objetivos señalados a escala nacional. Así, nuestra Comunidad Foral no sólo ha respetado los límites de endeudamiento y déficit presupuestario definidos en el Escenario de Consolidación Presupuestaria, sino que se ha situado muy por debajo de ellos, proporcionando al Estado un margen con que compensar los desequilibrios de otras comunidades u organismos.

A título de ejemplo, sepan ustedes que Navarra cuenta en la actualidad con un endeudamiento cercano a los 125.000 millones, siendo el límite previsto de 162.452.

Pero la incorporación a la Unión Monetaria no es sino el principio de un largo camino que hemos de recorrer. Pasado el primer examen, nuestra economía ha de mantener sus "constantes vitales" en niveles satisfactorios, no cejando en el continuado empeño de corregir deficiencias estructurales para potenciar un crecimiento estable y sostenido.

Si bien estoy convencido de que formar parte de la Unión Monetaria presenta una serie de ventajas iniciales, en forma de competitividad, apertura de mercados, etc., es obvio que ello no está exento de ciertos riesgos.

Por ello, estas Sesiones han pretendido no sólo analizar la marcha del proceso de convergencia y obtener una visión adecuada de lo que supondrá la futura Unión Monetaria, sino además sentar un punto de reflexión con base en estas dos preguntas:

¿En qué medida la centralización de los centros de decisión puede influirnos?, ¿cuál ha de ser la reacción de las instituciones financieras locales ante esa nueva situación?

Parece evidente que la implantación del euro puede suponer un importante desplazamiento de las

áreas de gestión de la tesorería de las grandes empresas, centralizándolas en puntos muy concretos desde los que operar en el ámbito europeo.

Este hecho, a mi juicio, exige aunar esfuerzos entre las cajas de ahorros e incrementar la colaboración y la cooperación inter-regional entre ellas.

También parece obvio que la reacción de las entidades financieras locales ante este proceso debe ser la de adecuar modos y formas de actuar en los ámbitos técnico y estratégico.

Desde mi posición, contraria a que las cajas se conviertan en sociedades anónimas, entiendo como necesario, por razones de oportunidad, abordar procesos que añadan dimensión y reduzcan costes de estructura.

Por mi parte, nada más. Con la esperanza de que su estancia haya resultado fructífera y de que el próximo año podamos volver a reunirnos, no me resta sino reiterar a todos mi agradecimiento y declarar clausuradas las XVI Sesiones de Trabajo de Tesorería.

Muchas gracias.

## Lista de asistentes a las XVI Sesiones de Trabajo de Tesorería y Mercado Financiero

ABAD CHAMÓN, MIGUEL ÁNGEL  
AGUIRRE GARAI, MIKEL  
ALAÑA LATXIONDO, JOSÉ MIGUEL  
ALARCÓN YUSTE, SALVADOR  
ALBIZUA, FÁTIMA  
ALCAIDE, CARMEN  
ALDAMA, MARIANO  
ALDAZ DÍAZ DE RADA, JOSÉ MANUEL  
ALONSO SETIEN, MERCEDES  
ALONSO, JAVIER  
ALONSO, MARCELINO  
ÁLVAREZ RUZA, ALBERTO  
ÁLVAREZ VAQUERIZO, JOSÉ  
AMENGUAL SORIA, JOSÉ  
ANTÓN, JOSÉ ANTONIO  
ARACAMA YOLDI, JOSÉ MARÍA  
ARTASO SENOSIAIN, MIGUEL ÁNGEL

BARREIRO, LUIS  
BERRADE, CÉSAR  
BLANCO, ROSA ISABEL  
BONO, RAMÓN  
BOYER, MIGUEL  
BRIGHTY, DAVID  
BROWN, NICOLA

CALVO ESTEBAN, ENRIQUE  
CAMINOS, IÑAKI  
CARBÓ, SANTIAGO  
CARRO MARTÍN, CÉSAR  
CARUANA, JAIME  
CARVAJAL JIMENO, ALFREDO  
CENTENO GARCÍA, MÁXIMO  
CEREZO TORO, SANTIAGO  
CORET, JORDI

DE JORGE MÁRQUEZ, JUAN MANUEL  
DE LA TORRE RODRÍGUEZ, DOMINGO  
DE LOS RÍOS, ELOY  
DE VEGA GONZÁLEZ, JOSÉ MANUEL  
DÍAZ ZARATE, RAMÓN  
DÍAZ, BENJAMÍN  
DOMÍNGUEZ NAVARRO, JAVIER

Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla  
Caja Rural Vasca  
Iberdrola  
Lloyds Rank  
Westdeutsche Landesbank  
Banco Bilbao Vizcaya  
JP Morgan  
Caja de Ahorros De Navarra  
Caja de Ahorros Cantabria  
Corretajes e Información Monetaria  
Sepi  
Eurodeal  
Banco Santander  
Banco Atlántico  
Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas  
Gobierno de Navarra  
Caja de Ahorros de Navarra

Banco Bilbao Vizcaya  
Capital Markets  
Banco Bilbao Vizcaya  
Caja de Ahorros del Mediterráneo  
Fomento Construcciones y Contratas  
Embajada de Gran Bretaña  
Bank of America

Chase Manhattan Bank  
Bilbao Bizkaia Kutxa  
Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas  
Caja Rural de Soria  
Dirección General del Tesoro  
Banco Santander  
Banco Central Hispano  
Banco Central Hispano  
Banc Int. de Andorra-Banca Mora

Banco Popular Hipotecario  
Westdeutsche Landesbank  
Banco Bilbao Vizcaya  
Caja de Ahorros de Ávila  
Gesmosa  
Banco Español de Crédito  
Interdin

DORADO MATA, TERESA  
DUISENBERG, WILLEN FREDERIK

ESCRIBANO LÓPEZ, JOSÉ MIGUEL  
ESEVERRI OHARRIZ, MARÍA ELENA  
ESTEBAN, CARLOS  
ETXEBESTE IRAETA, ANDONI

FERNÁNDEZ GUILLÉN, MARCIAL  
FERNÁNDEZ PALANCO, DOMINGO  
FERNÁNDEZ PERNAS, JOSÉ MANUEL  
FERNÁNDEZ, NEREA  
FITER, IGNACIO  
FRANRE, HARTMUT  
FUENTES QUINTANA, ENRIQUE

GALEANO, ALFONSO  
GALLEGO, MARÍA DEL MAR  
GARCÍA BARRIO, ROSENDO  
GARCÍA CEBRIÁN, RAIMUNDO  
GARCÍA DE BERNARDO, BERNARDO  
GARCÍA DURÁN, JOSÉ ANTONIO  
GARCÍA LÁZARO, TOMÁS  
GARCÍA PEREIRO, SERGIO  
GARCÍA PULIDO, JUAN  
GIL PINILLOS, MARÍA TERESA  
GOICOETXEA GALARZA, CARMEN  
GOIZUETA, JOSÉ MARÍA  
GÓMEZ CEBREIROS, JOSÉ MARÍA  
GÓMEZ, JOSÉ MIGUEL  
GONZÁLEZ APARICIO, LUIS FERNANDO  
GONZÁLEZ MÉNDEZ, ALBERTO  
GRUME SIERRA, JUAN  
GUERRA SEGURA, MONTSERRAT  
GUTIÉRREZ TERRAZAS, JOAQUÍN  
GUTIÉRREZ, FERNANDO

HENARES ALMANSA, ANGUSTIAS  
HERMOSA BONILLA, SANTIAGO  
HURTADO ALZAGA, JAVIER

IBARRA, RICARDO  
IRANZO, JUAN  
IZPURA MARCO, FELIPE

KRUGMAN, PAUL

LABIANO GORRAIZ, SANTIAGO  
LABORDA HERRERO, JUAN  
LLANO CIFUENTES, IGNACIO  
LÓPEZ GALLEGO, JOSÉ  
LÓPEZ GARCÍA, JESÚS  
LÓPEZ IZQUIERDO, JUAN IGNACIO  
LÓPEZ MONTOYA, ISABEL  
LÓPEZ OCARIZ, LUIS

Banc Agricoli Comercial de Andorra  
Instituto Monetario Europeo

Bilbao Bizkaia Kutxa  
Caja de Ahorros de Navarra  
Multigestores S.A.  
Caja de Ahorros de Guipúzcoa y San Sebastián

Caja Rural de Asturias  
Bank of America  
Banco Pastor  
Banco Bilbao Vizcaya  
JP Morgan  
Dresdner Bank  
Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas

Banco Español de Crédito  
Caja de Ahorros de Cataluña  
Bankinter  
Caja de Ahorros de la Inmaculada  
Caja de Ahorros de Navarra  
Universidad de Navarra  
Gesmosa  
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona  
Gesmosa  
Caja Rural de Navarra  
Diputación Foral de Vizcaya  
Instituto de Estudios Económicos  
Caja de Ahorros de Madrid  
Corredor de Comercio  
Banca Nazionale del Lavoro  
Ab Asesores  
Banco Sabadell  
Interdin  
Banco Central Hispano  
Argentaria

Caja Rural de Granada  
Confederación Española de Cajas de Ahorros  
Banco Guipuzcoano

Caja de Ahorros de Cataluña  
Instituto de Estudios Económicos  
Caja de Ahorros de Navarra

M.I.T.

Banco Bilbao Vizcaya  
Chase Manhattan Bank  
Ficambio Mercado Interior  
Caja de Ahorros de Burgos  
Caja de Ahorros de Asturias  
Banco de España  
Banco de España  
Caja de Ahorros de Pamplona

LÓPEZ OROS, EUSEBI  
LÓPEZ PICÓN, ANTONIO  
LÓPEZ RUBIO, PILAR  
LÓPEZ SEBASTIÁN, JESÚS RAMÓN  
LORENTE VIDAL, HILARIO

MARTÍN GALLARDO, MANUEL  
MARTÍN SORO, JOSÉ MARÍA  
MARTÍNEZ NIETO, VICENTE  
MÉNDEZ, MANUEL  
MENÉNDEZ SENA, JOSÉ MANUEL  
MENÉNDEZ, ALEX  
MESTRE MARTÍNEZ, ERNEST  
MINFORD, PATRICK  
MIRAS MARTÍNEZ, RAMÓN  
MONASTERIO, JESÚS  
MONSALVO MUÑOZ, MANUEL  
MONTORO, CRISTOBAL  
MORÁN GONZÁLEZ, ENRIQUE  
MORENO AGULLÓ, PEDRO  
MORENO CABALLERO, JUANA  
MORENO CASTILLO, SERAFÍN  
MOREY GÓMEZ, MARTA  
MUÑOZ HURTADO, ANTONIO

NARRILLOS ROUX, HUGO  
NAVARRO, ANTONIO  
NAVAS DÍAZ, JOSÉ IGNACIO  
NOLTE ARAMBURU, MANFRED  
NÚÑEZ GALÁN, RAFAEL

OLIVE BALLESTEROS, PABLO  
ORELLANA, JAVIER  
ORTEGA, MIGUEL ÁNGEL  
ORTEGA, RAIMUNDO  
ORTIZ GARCÍA, JORGE JUAN

PASCUAL, PEDRO  
PASTOR, ALFREDO  
PAZOS, JAVIER  
PEÑALVER SAIZ, ALBERTO  
PEREDA CHAVARRI, NIEVES  
PÉREZ JUTGLAR, JUAN IGNACIO  
PÉREZ LARA, JOSÉ LUIS  
PÉREZ MARTÍN, ANDRÉS  
PÉREZ SAINZ DE LA MAZA, OSCAR  
PINA GALIANA, JOSÉ  
POZO AGUADO, JOSÉ  
PRADES, FEDERICO  
PRADOS DEL AMO, ENRIQUE

QUESADA, JAVIER

RAPUN, MANUEL  
RAVINA, LUIS

Caja de Ahorros de Sabadell  
Caja de Ahorros de Ávila  
Caja Rural de Granada  
Caja Rural de Soria  
Caja de Ingenieros Ind. de Cataluña

Caja de Ahorros de Tarragona  
Ibercaja  
Credit Lyonnais  
Argentaria  
Arab Bank  
Sumitomo Bank  
Banco Pequeña y Mediana Empresa  
Universidad de Liverpool  
Banco de España  
Banco Bilbao Vizcaya  
All Trading Brokers Europe  
Ministerio de Economía y Hacienda  
Caja de Ahorros de Galicia  
Citibank España  
Instituto de Crédito Oficial  
Caja de Ahorros de Extremadura  
Banco Bilbao Vizcaya  
Banco de España

Westdeutsche Landesbank  
Corretajes E Información Monetaria  
Confederación Española de Cajas de Ahorros  
Bilbao Bizcaia Kutxa  
Banco de Inversión

Ibercaja  
Argentaria Bex  
Corretajes e Información Monetaria  
Servicio Comp. Y Liquid. Valores  
Compagnie Bancaire

Universidad Pública de Navarra  
I.E.S.E  
Banco Santander  
Popular Rabobank  
Diputación Foral de Vizcaya  
Caja de Ahorros de Madrid  
Caja de Ahorros del Círculo Cat . de Burgos  
Caja de Ahorros de Ávila  
Banco de Inversión  
Caja de Ahorros del Mediterráneo  
Gesmosa  
A.E.B.  
Gesmosa - GBI

Generalitat de Valencia

Universidad Pública de Navarra  
Universidad de Navarra

RENEDO CORTES, JOSÉ MARIA  
RÍOS, ORIOL  
RITCHIE, TIM  
ROCA GARRIGA, PERE  
ROCA PIÑOL, JOSÉ  
RODRÍGUEZ RABADAN, ALFONSO  
RODRÍGUEZ, MIGUEL ÁNGEL  
ROMERO, JUAN ANTONIO  
RUIZ TERESA, MANUEL

SAEZ, BORJA  
SAN MARTÍN CARREÑO, EDUARDO  
SÁNCHEZ SERRANO, FRANCISCO JAVIER  
SÁNCHEZ VALLEJO, MANUEL  
SÁNCHEZ, DIEGO  
SANZ FERRER, RICARDO  
SANZ GÓMEZ, CONCEPCIÓN  
SANZ SESMA, MIGUEL  
SCHWARZ, EDMUNDO  
SEBASTIÁN GASCÓN, MIGUEL  
SERRANO SEIZ, ANA DEL MAR  
SICRE ZAMANILLO, IGNACIO  
SUÁREZ LLORENTE, BALTASAR  
SUÁREZ, PABLO  
SUST, LUIS

TOLOZA LAPICE, SONIA  
TRUEBA, BELÉN  
TUR HARTMANN, FRANCISCO

URRIZA CHOCARRO, ANTONIO

VÁZQUEZ SACRISTÁN, VICTORIA  
VILAMITJANA SANLLORENTE, JOSÉ MARÍA

ZARRANZ HERRERA, JUAN PEDRO  
ZURIARRAÍN FERNÁNDEZ, FRANCISCO

Caja de Ahorros de Cantabria  
Banco Bilbao Vizcaya  
B.Z.W.  
Banca Catalana  
Caja de Ahorros del Penedés  
Caja de Ahorros del Mediterráneo  
Gesmosa  
Sepi  
Argentaria Bex

Industrial Bank of Japan  
Corporación Financiera Hispamer  
Credit Lyonnais  
First Austrian Bank  
Banco Bilbao Vizcaya  
Banco Español de Crédito  
Banco Español de Crédito  
Gobierno de Navarra  
Unión de Bancos Suizos  
Banco Bilbao Vizcaya  
Banque Paribas  
AB Asesores  
Caja de Ahorros de Asturias  
Capital Markets  
Corretajes e Información Monetaria

Banco Santander  
Banco Bilbao Vizcaya  
Instituto Monetario Europeo

Caja de Ahorros de Navarra

Caja de Ahorros de Vigo  
Caja Ahorros y Pensiones de Barcelona

Enresa  
Probanca Servicios Financieros

# Segundo informe sobre el estado del Proyecto TARGET

European Monetary Institute  
Septiembre de 1997

## RESUMEN EJECUTIVO

1. En marzo de 1995, el Consejo del EMI decidió establecer el sistema TARGET(1), para facilitar la implantación de la política monetaria del ESCB y para proporcionar mecanismos acertados y eficientes para realizar pagos transfronterizos en el mismo día. En mayo de 1995 y en agosto de 1996 se publicaron dos informes sobre el sistema TARGET con el fin de proporcionar una información actualizada acerca del trabajo sobre el TARGET. Este nuevo informe (Segundo informe sobre el estado del proyecto TARGET) proporciona información sobre el progreso realizado en los aspectos organizativos y sobre la implantación técnica del sistema. En concreto, trata las siguientes cuestiones: 1) horario operativo; 2) políticas de precios; 3) provisión de liquidez intradía a países no euro; 4) función del ECB; 5) provisión de servicios de liquidación para sistemas de liquidación netos transfronterizos de gran importe, y 6) implantación oportuna del sistema. Además, está disponible una versión actualizada de los anexos técnicos publicados por primera vez en agosto de 1996 (*Interlinking Specification, Data Dictionary and Minimum common performance features of RTGS systems within the TARGET*) y un documento sobre los procedimientos al final del día en el sistema TARGET titulado "*End-of-day procedures in TARGET*". Las partes interesadas podrán solicitar dichos documentos al EMI y a los NCBs correspondientes.

## 2. Horario operativo

El horario de referencia para el TARGET será "el horario del Banco Central Europeo (ECB)", es decir, el horario del lugar donde esté ubicado el ECB. Además, se ha acordado que al inicio de la Tercera fase, el hora-

rio operativo normal del TARGET sea de 7 a.m. a 6 p.m. del horario del ECB. Podría concederse algo de flexibilidad a los NCBs —probablemente después de consultar con el ECB y con los otros NCBs— para abrir sus sistemas de liquidación bruta en tiempo real (RTGS) domésticos más temprano, por motivos domésticos.

Además de los sábados y domingos, habrá dos días festivos para el TARGET: el día de Navidad y Año Nuevo. El resto de los días el TARGET estará abierto, aunque se concederá cierta flexibilidad a los NCBs para cerrar sus sistemas domésticos durante los días festivos nacionales, cuando la ley o las comunidades bancarias así lo requieran. Mientras, al menos, dos sistemas RTGS estén abiertos, el sistema *Interlinking* entre esos sistemas RTGS permanecerá abierto.

## 3. Políticas de precios

Se cargará una tarifa de transacción ordinaria para las transferencias TARGET transfronterizas, basándose en el principio de recuperación total del coste y en línea con la política de competencia de la EU. La fijación de precios de las transferencias RTGS domésticas en euros continuará para determinarse en el ámbito nacional, teniendo en cuenta que el precio de las transferencias domésticas y transfronterizas en euros debería ser, en general, similar.

El EMI y los bancos centrales de la EU han seguido una sencilla metodología de coste para determinar la gama de precios del TARGET.

Debido a las incertidumbres pendientes sobre el volumen de pagos transfronterizos que van a procesarse mediante el TARGET y el nivel exacto de costes,

se ha acordado que la tarifa de transacción única será establecida dentro de una gama de 1,50 a 3,00 euros. La tarifa exacta será decidida por el Consejo de gobierno del ECB cuando haya información adicional disponible.

La posibilidad de aplicar diferentes estructuras de tarifas para los participantes según su uso del sistema TARGET también se estudiará antes de mediados de 1998, pero estas soluciones pueden no estar disponibles al comienzo de la Tercera fase. Además, las variaciones de precio intradía (según el momento de ejecución del pago) se considerarán después del inicio de la Tercera fase basándose en la experiencia obtenida durante la operación del TARGET.

#### **4. Provisión de liquidez intradía a NCBs no euro**

Siguiendo una decisión presentada por el Consejo del EMI en diciembre de 1996, se están preparando tres mecanismos que tratan de evitar que el crédito intradía, si se conceden a NCBs que no pertenecen al área del euro, se convierta en crédito diario. El Consejo de gobierno del ECB tomará la decisión final acerca de la provisión de este crédito intradía y acerca del mecanismo o mecanismos que se implantarán.

En lo referente al tercer mecanismo (es decir, una hora de cierre más temprana para los NCBs no euro conectados al TARGET), después de un análisis adicional, el Consejo del EMI acordó que la hora de corte más temprana no debería aplicarse al procesamiento de los pagos por parte de los NCBs no euro, sino más bien a la utilización de su crédito intradía en euros. La hora en la que esta hora límite de liquidez va a establecerse se decidirá por el Consejo de gobierno del ECB, si se decide implantar esta opción.

#### **5. Función del Banco Central Europeo (ECB)**

El ECB realizará las siguientes funciones en el campo de los sistemas de pagos:

1. Proporcionar procedimientos de final del día y, posiblemente, otros procedimientos de control para el sistema TARGET.

2. Proporcionar servicios de liquidación para los sistemas transfronterizos de liquidación neta de gran importe;

3. Procesar pagos para su cuenta propia; y

4. Posiblemente, mantener cuentas a nombre de sus clientes institucionales (excepto entidades de crédito).

#### **6. Provisión de servicios de liquidación para sistemas de liquidación netos transfronterizos de gran importe**

Después de haber considerado las diferentes alternativas, el Consejo del EMI acordó un método para la liquidación del futuro sistema de compensación EBA dentro del área del euro.

Esto hace suponer que la EBA abrirá una cuenta de liquidación central en el ECB y también puede abrir cuentas de liquidación con NCBs que acuerden hacerlo. Los detalles del método de liquidación se exponen en la sección 1.7.

Este modelo podría utilizarse en el futuro para sistemas de liquidación netos transfronterizos de gran importe similares.

#### **7. Implantación oportuna del TARGET**

Para asegurar la implantación oportuna del TARGET:

— Todos los NCBs confirmarán que sus sistemas RTGS están listos para finales de 1997.

— La fase de prueba empezó a mediados de junio de 1997, un poco antes de lo establecido; la fase de simulación comenzará en julio de 1998; todos los NCBs estarán preparados para esta fase el 1 de septiembre de 1998 como muy tarde.

— La especificación técnica para el TARGET/*Interlinking* está en principio congelada hasta el comienzo de la Tercera fase.

### **1. ELABORACIÓN ADICIONAL DE LOS ASPECTOS ORGANIZATIVOS DEL TARGET**

#### **1.1 Horario operativo.**

La armonización del horario operativo de los sistemas RTGS domésticos conectados al TARGET abarcan tres áreas principales: 1) horario de referencia; 2) horas operativas, y 3) días operativos del TARGET.

##### *1.1.1 Horario de referencia.*

El horario de referencia para el TARGET será "el horario del Banco Central Europeo (ECB)". Esto evita las dificultades inherentes de utilizar tanto la hora de Europa

Central (CET) como la hora del meridiano de Greenwich (GMT). La CET no ha sido un concepto estable a lo largo del tiempo y la GMT no tendría en cuenta los cambios de horario de verano a invierno, y viceversa.

La adopción de la hora del ECB, definida como la hora local de la ciudad donde esté el ECB, tiene la ventaja de ser fácilmente identificable y de adaptarse automáticamente al horario de verano e invierno.

### 1.1.2 Horas operativas.

Para cumplir las necesidades de las entidades de crédito y de los mercados financieros, el TARGET tendrá un horario normal y de larga duración, desde las 7 a.m. hasta las 6 p.m. Podría concederse algo de flexibilidad a los NCBs —posiblemente después de consultar con el ECB y con los otros NCBs— para abrir sus sistemas RTGS domésticos más temprano(2) por motivos domésticos, por ejemplo para: (i) facilitar la liquidación de transacciones de valores; (ii) liquidar balances de sistemas de liquidación netos, y (iii) liquidar otras transacciones domésticas, tales como transacciones de lotes canalizadas por los NCBs en sus sistemas RTGS durante la noche. Esta lista puede ampliarse mediante un acuerdo común.

De la misma forma, los NCBs también pueden consultar al ECB acerca de la posibilidad de abrir antes de las 7 a.m. los días en los que se esperen volúmenes de pago excepcionales.

La posibilidad de abrir el sistema TARGET antes de las 7 a.m. para reducir además el riesgo de liquidación de cambio de divisas (en particular cuando se procese la parte en euros de los negocios de cambio de divisas que incluyan divisas asiáticas) se estudiará y tratará con las entidades de crédito de la EU.

La hora de corte para los pagos de los clientes(3) (tanto nacionales como internacionales) de una hora antes de la hora de cierre general del TARGET ya se ha acordado (consultar el informe del EMI sobre la política monetaria única en la Tercera fase titulado "*The Single Monetary Policy in Stage Three: Specification of the operational framework*", publicado en enero de 1997); la hora restante solamente se utilizaría para pagos interbancarios (domésticos y transfronterizos) para transferir liquidez entre las entidades de crédito.

### 1.1.3 Días operativos del TARGET.

Actualmente, hay aproximadamente 50 días laborales en los que, al menos, un país de la EU no está operativo y solamente dos días festivos comunes para

todos los países de la EU; en este sentido, se plantea la cuestión de si y en qué grado son necesarios los días festivos comunes. Las diferencias en los días festivos nacionales y regionales en el TARGET pueden tener un impacto en la liquidez y en los tipos de interés del mercado monetario en euros.

La implantación de la política monetaria no necesita una armonización completa de los días operativos ya que el ESCB estaría ejecutando sus operaciones de refinanciación principales y a largo plazo según un calendario predeterminado, asegurando de este modo que las operaciones solamente se realizan los días en los que todos los sistemas RTGS, sistemas de liquidación de valores y depositarios centrales de valores estén abiertos. Las operaciones "estructurales", que no se pueden realizar según un calendario fijo, aun así podrían ejecutarse en los días en que todos los sistemas RTGS (y sistemas de liquidación de valores y depositarios centrales de valores) estén abiertos. Solamente los NCBs de los Estados miembros donde estos sistemas estén abiertos en el día de liquidación y en el día de reembolso serían capaces de participar en estas operaciones. Las operaciones de ajuste o *fine-tuning* solamente necesitarían la participación de un NCB, y por lo tanto podrían realizarse casi en cualquier momento.

En lo referente a la intervención cambiaria del ESCB, los días operativos armonizados no serían esenciales ya que, en un sistema descentralizado, el ESCB podría establecer las intervenciones incluso si los sistemas RTGS de solamente unos pocos Estados miembros estuviesen abiertos.

El Consejo del EMI consideró que el TARGET y, por lo tanto, los sistemas RTGS domésticos conectados al TARGET, deberían tener tantos días operativos comunes como demanden los mercados. Por lo tanto, debido a que solamente hay dos días festivos en todos los Estados miembros, es decir, el día de Navidad y Año Nuevo, se ha acordado que el sistema TARGET cierre, además de los sábados y domingos, solamente esos dos días(4). Esta solución será compatible con las expectativas(5) del mercado a este respecto.

Cuando dos o más sistemas RTGS estén abiertos, el *Interlinking* entre estos sistemas RTGS también estarán abiertos. Esto facilitará la ejecución de los pagos transfronterizos y contribuirá a la firmeza de los tipos de interés en el mercado monetario en euros.

Los NCBs no tienen poder para obligar a las entidades de depósito comerciales a operar durante los días festivos "nacionales" y, por lo tanto, no sería necesario que un NCB operase si todas sus contrapartidas no es-

tuviesen funcionando. Además, en algunos países, las administraciones públicas (incluyendo al banco central) están obligadas por ley a permanecer cerradas en ciertos días. Por lo tanto, algunos NCBs podrían tener que cerrar sus sistemas RTGS durante algunos de sus días festivos nacionales. En cualquier caso, deberían evitarse situaciones en las que se acumule liquidez en los sistemas RTGS que están abiertos para recibir pagos TARGET, pero donde las entidades de depósito participantes no están abiertas para utilizarlos.

Además, las consideraciones de competencia son probablemente graduales para inducir a las entidades de crédito en todos los países de la EU a permanecer abiertos cuando el TARGET está abierto, especialmente porque las entidades de depósito establecidas en países que estarían cerrados en algunos días operativos del TARGET podrían suponer una desventaja competitiva en la captación de banca corresponsal en euros.

## 1.2 Políticas de precios

### 1.2.1 Objetivos y principios.

La política de precios del TARGET apoyará los tres principales objetivos del sistema: (i) contribuir al correcto comportamiento de la política monetaria y a la firmeza del mercado monetario; (ii) contribuir a las políticas de reducción de riesgos en los sistemas de pagos, y (iii) incrementar la eficiencia de los pagos transfronterizos en la Unión Europea.

Para conseguir estos objetivos, la política de precios debería evitar distorsiones competitivas en el contexto del mercado único y de la EMU. Esto significa que la política de precios del TARGET: (i) buscará la recuperación completa de costes; (ii) proporcionará un adecuado campo de juego entre los participantes, y (iii) será compatible con la ley de competencia de la EU. Los NCBs aplicarán una metodología de costes común para calcular el precio del TARGET.

### 1.2.2 Determinación de una tarifa para los pagos transfronterizos mediante el TARGET.

Para la determinación de una tarifa para las transferencias transfronterizas mediante el TARGET, se han tenido en cuenta los siguientes elementos:

(i) La inversión y los costes de funcionamiento para el *Interlinking*;

(ii) El coste medio de procesar un pago RTGS doméstico;

(iii) El número de pagos transfronterizos (los cuales, según algunas estimaciones, podrían ser alrededor de 15 millones en 1999).

Como un principio general, las tarifas transfronterizas del TARGET serán impuestas por los RTGS de emisión en la institución de emisión. Esta tarifa incluirá los costes de manejo y de proceso de la operación, pero no cubrirá el coste de comunicación entre los participantes y el sistema RTGS de emisión. No se ha excluido la posibilidad de que los sistemas RTGS cobren tarifas adicionales por servicios extras ofrecidos.

Basándonos en los elementos anteriormente mencionados, y teniendo en cuenta la incertidumbre relacionada con los volúmenes esperados de pagos transfronterizos manejados mediante el TARGET y los costes esperados, el Consejo del EMI ha acordado que la única tarifa de transacción para los pagos transfronterizos en el TARGET será fijada dentro de la banda de 1,50 a 3,00 euros. El Consejo de gobierno del ECB decidirá la tarifa exacta cuando haya más información disponible.

La posibilidad de que se ofrecieran a los participantes estructuras de tarifas diferentes según su uso del sistema TARGET se estudiará y clarificará para mediados de 1998. Tal diferenciación podría conseguirse definiendo diferentes paquetes de tarifas (es decir, diferentes combinaciones de tarifas periódicas y tarifas de transacción) entre las que podrían elegir los usuarios. Una alternativa podría ser tener una tarifa que se redujese a medida que los volúmenes aumentan.

El principal argumento a favor de la diferenciación de precio según el volumen es una mejor difusión de los costes fijos entre los usuarios del TARGET. Las tarifas pueden ser confeccionadas para ajustarlas a las diferentes necesidades de los diferentes segmentos del mercado. De esta forma, los participantes del TARGET que envían grandes volúmenes de pagos mediante el TARGET (y de este modo ayudan a reducir los costes medios de los pagos del TARGET) podrían beneficiarse. Esta reducción de precio también podría mejorar la firmeza de la política monetaria mediante el fortalecimiento de incentivos para el arbitraje de tipos de interés a través de los Estados miembros. Sin embargo, puesto que la implantación de tales soluciones no debería poner en peligro la implantación oportuna del proyecto TARGET, no pueden estar disponibles al inicio de la Tercera fase.

Además, las variaciones de precio intradía (según el momento de ejecución del pago) con respecto al

TARGET serán reconsideradas después del inicio de la Tercera fase basándose en la experiencia obtenida una vez que el TARGET esté operativo.

Los precios para las transferencias RTGS domésticas continuarán determinándose en el ámbito nacional. Sin embargo, el precio de las transferencias domésticas y transfronterizas debería estar en general en la misma banda para que no afectara a la firmeza del mercado monetario

### 1.3 Provisión de liquidez intradía

En julio de 1996 el Consejo del EMI acordó que los bancos centrales nacionales proporcionarán la liquidez intradía para los participantes en los sistemas de pago, haciendo uso de dos facilidades: sobregiros intradía completamente colateralizados y acuerdos de recompra intradía, que consideran que serán equivalentes.

### 1.4 Provisión de liquidez intradía a los países no euro

La conexión al TARGET de los sistemas RTGS en los países que no adopten el euro desde el inicio de la Tercera fase se tuvo en cuenta por primera vez en el informe TARGET de marzo de 1995. Una dificultad práctica se resaltó en ese informe: por una parte, todos los países del área del euro necesitan estar en el TARGET y, por otra parte, la identidad de los países participantes solamente se conocerá una vez hayan empezado las preparaciones técnicas. Como resultado, se acordó que todos los países de la EU podían participar o estar conectados al TARGET y que cada país de la EU debería prepararse por sí mismo para el TARGET. En principio, las reglas técnicas y de funcionamiento serán idénticas para los sistemas RTGS de los países euro que participen en el TARGET, o para los sistemas RTGS de países no euro conectados(6) a él.

El Consejo de gobierno del ECB decidirá si el crédito intradía puede ser concedido por el ESCB a los NCBs de los países que todavía no participan en la Unión Monetaria. Siguiendo una decisión presentada por el Consejo del EMI en diciembre de 1996, se están preparando tres mecanismos que tratan de evitar que el crédito intradía, si se conceden a NCBs que no pertenecen al área del euro, se convierta en crédito diario. El Consejo de gobierno del ECB tomará una decisión final acerca de qué mecanismo o mecanismos se van a implantar.

Los mecanismos son:

— Mecanismo 1: altos tipos de sanciones en los desbordamientos (complementados por sanciones no pecuniarias) y en tempranas horas de corte para los pagos de los clientes, en países(7) euro y no euro;

— Mecanismo 2: límites (posiblemente establecidos en cero) para los créditos intradía otorgados por los NCBs del euro a los NCBs que no pertenecen al euro, con el control mediante cada NCB no euro de sus préstamos pendientes consolidados en el área del euro;

— Mecanismo 3: horas de corte más tempranas para los participantes del TARGET que no pertenecen al euro (NCBs y entidades de crédito).

Para el mecanismo 3, el Consejo del EMI acordó que la hora de corte no se refiere al proceso de pagos por los NCBs no euro, sino más bien al uso del crédito intradía en euros por ellos. Esto supone que la hora de corte para procesar los pagos será la misma para los participantes euro y no euro pero que, por un cierto período de tiempo, se permitirá a los NCBs no euro que emitan instrucciones de pago adicionales para los NCBs euro, solamente si tienen un saldo positivo en euros con respecto a la zona del euro en su conjunto. La hora en la que se va a establecer este plazo límite se decidirá por el ECB, si el Consejo de gobierno del ECB decide implementar este mecanismo.

Esta forma de implantar el mecanismo 3 sería positivo tanto para los participantes euro como para los no euro: los participantes euro no tendrían que considerar horarios independientes para enviar pagos a los participantes no euro y éstos serían capaces de procesar pagos hasta las 6.00 p.m., a condición de que estén disponibles suficientes fondos. Además, este mecanismo facilitaría la distribución de liquidez en euros entre los participantes del TARGET, evitando que queden fondos sin usar en cuentas localizadas en países no euro. Esta propuesta no tendría ningún impacto negativo en la conducta de la política monetaria; por el contrario, podría contribuir al correcto funcionamiento del mercado monetario en euros.

### 1.5 Funciones del ECB

El ECB realizará las siguientes funciones en el campo de los sistemas de pago:

1. Proporcionar procedimientos de final del día y posiblemente otros procedimientos de control para el sistema TARGET;

2. Proporcionar servicios de liquidación para los sistemas de liquidación netos transfronterizos de gran importe;

3. Procesar los pagos para su cuenta propia, y

4. Mantener (posiblemente) cuentas a nombre de sus clientes institucionales (excluyendo a las entidades de crédito).

Los procedimientos al final del día se describen en el párrafo 1.6 y la provisión de los servicios de liquidación para los sistemas de liquidación netos transfronterizos se trata en el 1.7. Las funciones 3 y 4 se describen inmediatamente después. Los pagos que surgen de las funciones 2, 3 y 4 serán manejados por el Mecanismo de Pago del ECB (consulte la sección 2.2.1).

#### 1.5.1 Pagos del ECB para su cuenta propia.

El ECB puede efectuar pagos para su cuenta propia referente a: 1) operaciones de política monetaria y de intervención cambiaria y 2) gestión de fondos propios y otros pagos.

En Mayo de 1997 se acordó que al inicio de la Tercera fase, en lo que a operaciones de política monetaria y política cambiaria se refiere, el ECB podría ejecutar operaciones de ajuste o *fine-tuning* bajo circunstancias excepcionales, y ocasionalmente sólo intervención cambiaria.

Además, el ECB gestionará sus fondos propios (capital y reservas) y manejará ciertos pagos institucionales de gran importe (por ejemplo, pagos entre los NCBs).

#### 1.5.2 Cuentas y pagos a nombre de los clientes.

Como se decidió en 1995, el ECB no mantendrá cuentas de liquidación para las entidades de crédito ubicadas dentro del área del euro. Además, el trabajo preparatorio continuará bajo la hipótesis de que el ECB no abrirá cuentas para las entidades de crédito ubicadas fuera del área de la EU. Esta decisión podría ser reconsiderada por el Consejo de gobierno del Banco Central Europeo.

El Consejo de gobierno del ECB podría decidir que según el artículo 17 del Estatuto del ESCB y el ECB, el ECB podría jugar un papel de corresponsal en nombre de sus clientes institucionales.

### 1.6 Procedimientos al final del día(8)

Para contribuir a la eficiencia y a un funcionamiento fiable del TARGET, el sistema en su conjunto proporcionará procedimientos al final del día específicos para fa-

cilitar la finalización del día laborable. Antes de cerrar, los NCBs siempre tendrán que esperar a que el ECB les autorice a hacerlo. Se han analizado tres situaciones diferentes: i) día operativo "normal"; ii) manejo de situaciones "anormales", y iii) gestión de desastres.

#### i) Día operativo "normal"

Los procedimientos al final del día en el día operativo "normal" incluyen una hora de cierre para los pagos de clientes a las 5.00 p.m.; un cierre para los pagos interbancarios a las 6.00 p.m. (es decir, todos los sistemas RTGS que participan o están conectados al TARGET paran de aceptar pagos de sus participantes a las 6.00 p.m.), y la conducción de los procedimientos al final del día después de las 6.00 p.m.

#### ii) Situaciones anormales

Las situaciones anormales incluyen problemas en la finalización del día laborable y de procedimientos para horas de cierre retrasadas. Se podrían originar problemas en la finalización del día laborable en caso de que, después del cierre del TARGET, el ECB y los NCBs experimentasen problemas en los procedimientos de reconciliación/igualación.

El EMI y los NCBs han acordado implantar un procedimiento mediante el cual, en circunstancias excepcionales, la hora de cierre del TARGET puede retrasarse bajo criterios estrictos, proporcionando la posibilidad a los NCBs de que respondan a problemas serios. Todos los NCBs (y el ECB) estarán obligados a aceptar peticiones de horas de cierre retrasadas de otros NCBs o del ECB. El ECB tendrá la autoridad para posponer la hora de cierre del TARGET hasta las 8.00 p.m. como tarde. Si el problema no se resuelve, entonces se iniciará un procedimiento de gestión de desastres.

#### iii) Gestión de desastres

Si está absolutamente claro que un NCB (o el ECB) no será capaz de participar en los procedimientos de control al final del día debido a una situación de desastre, o si el ECB ya ha pospuesto la hora de cierre hasta las 8.00 p.m. y el problema todavía no se ha resuelto, entonces puede activarse un procedimiento de cierre forzoso.

### 1.7 Provisión de servicios de liquidación para sistemas de liquidación netos transfronterizos de gran importe

Debido a la necesidad para contener el riesgo sistémico inherente en los sistemas de gran importe dentro

de los límites gestionables, todos estos sistemas tienen que liquidar en dinero del banco central según el Principio 5 del informe sobre Características comunes mínimas para los sistemas de pago domésticos ("*Minimum Common Features for Domestic Payment Systems*") publicado por el Comité de gobernadores de los bancos centrales de la EC en noviembre de 1993. Después de haber considerado las diferentes alternativas, el EMI y los NCBs de la EU acordaron un método para la liquidación del futuro sistema de compensación EBA dentro del área de la moneda única.

Esto prevé que la EBA abrirá una cuenta de liquidación central en el ECB y también puede abrir otras cuentas de liquidación con los NCBs que acuerden hacerlo.

Todos los participantes en el sistema de compensación EBA tienen que efectuar la liquidación mediante una cuenta con un NCB de la EU. Para liquidar sus saldos al final del día las entidades de depósito con una posición neta deudora en el sistema de *netting (shorts banks)* transferirán los fondos correspondientes a la cuenta de la EBA en el ECB mediante un pago TARGET transfronterizo. Cuando una cuenta de valores de un NCB ha optado por mantener una cuenta de liquidación para la EBA, los *shorts banks* enviarán fondos a esta cuenta mediante el sistema RTGS correspondiente.

Las entidades de depósito con una posición neta acreedora recibirán fondos de la EBA mediante una transferencia TARGET transfronteriza o mediante sistemas domésticos RTGS (donde su NCB ha abierto una cuenta de liquidación para la EBA).

Este modelo podría ser utilizado en el futuro para sistemas de liquidación netos transfronterizos de gran importe.

## 1.8 Procedimientos de liquidación para la intervención cambiaria

Existen grandes diferencias en los países de la EU en la gestión del riesgo de liquidación asociado con las operaciones de divisas de los bancos centrales. En este contexto pueden ser necesarias directivas comunes con miras a someter las exposiciones de las contrapartidas a controles y límites compatibles con las directivas que el ESCB adoptará para gestionar sus posiciones de riesgo de crédito en todos los otros tipos de contratos financieros.

El Consejo del EMI acordó que el TARGET se utilizará para procesar rápidamente y de forma segura la

parte del euro de la intervención cambiaria ejecutada por el ESCB.

La armonización horaria de la liquidación para la intervención cambiaria podría contribuir a asegurar un trato igualitario entre las contrapartidas. Puesto que algunas características operativas, tales como la imposición de un horario de liquidación puede tener consecuencias importantes, no solamente para la organización del trabajo y procedimientos sino también para todos los sistemas informáticos relevantes, esta cuestión debería tratarse lo más pronto posible en los NCBs y en la comunidad bancaria.

## 1.9 Cuestiones legales

Las cuestiones legales están siendo dirigidas por expertos de sistemas de pago en estrecha colaboración con expertos legales. El primer paso ha sido identificar el contenido básico del marco legal para el TARGET. El objetivo es, por una parte, reconocer el marco legal existente para los sistemas de transferencias de fondos interbancarios y, por otra parte, tener en cuenta la naturaleza única del sistema TARGET. En este contexto, el marco legal para el TARGET proporcionará una descripción del sistema, sus componentes y sus objetivos, según los informes TARGET aprobados por el Consejo del EMI en 1995, 1996 y 1997. Abarcará dos amplias áreas: 1) la especificación de las características armonizadas comunes de los sistemas RTGS nacionales; y 2) las disposiciones operativas y técnicas para el *Interlinking*.

La documentación legal para el TARGET se completará para la primera mitad de 1998.

## 2. AVANCES EN LA IMPLANTACIÓN TÉCNICA DEL SISTEMA

### 2.1 Aplicaciones nacionales

Para adoptar el Informe sobre el desarrollo de los sistemas de pago en la EU de 1995 y el primer informe sobre el estado del proyecto TARGET, el Consejo del EMI estableció tres objetivos para el trabajo preparatorio relativo al TARGET:

— Todos los sistemas RTGS deberían estar preparados para mediados de 1997.

— Al menos tres sistemas RTGS deberían ser capaces de empezar a probar con el centro de verificación del EMI (*EMI Test Centre*) en julio de 1997 y todos

los NCBs deberían ser capaces de hacerlo por lo tanto antes de finales de 1997.

— Todos los NCBs deberían ser capaces de participar en la fase de simulación en julio de 1998.

Cuatro bancos centrales perdieron la primera fecha límite, pero estos retrasos probablemente no pondrán en peligro la implantación oportuna del proyecto TARGET porque: (i) los sistemas RTGS involucrados serán implantados antes del final de 1997(9); y (ii) el componente *Interlinking* en estos países está siendo desarrollado de forma paralela a los sistemas RTGS.

El segundo objetivo se ha conseguido: nueve bancos centrales empezaron la fase de verificación en julio de 1997.

El tercer objetivo necesita que todos los NCBs proporcionen sistemas RTGS en euros y que estén preparados para la fase de simulación en julio de

1998 con una infraestructura que sea lo más cercana posible a la que será utilizada en la fase de producción en enero de 1999 y posteriormente. Actualmente, la mayoría de los bancos centrales no esperan tener problemas en el cumplimiento de la fecha límite.

Sin embargo, para asegurar una implantación oportuna, el Consejo del EMI acordó que:

— Todos los NCBs asegurarán que sus sistemas RTGS estarán preparados para finales de 1997;

— La fase de simulación comenzará en julio de 1998; los NCBs que no esperen estar preparados para la fase de simulación en julio de 1998 estarán preparados como tarde el 1 de septiembre de 1998;

— La especificación técnica para el TARGET/*Interlinking* está, en principio congelada, hasta el inicio de la Tercera fase (ver cuadro núm. 1).

CUADRO NÚM. 1  
CALENDARIO PARA LA IMPLANTACIÓN DE LOS SISTEMAS RTGS Y COMPONENTES DE INTERLINKING

Pais	Nombre del sistema	Sistema RTGS doméstico en producción	Componente <i>Interlinking</i> preparado para la verificación con ITES	Componente(4) TARGET preparado para la verificación con ITES	Componente(4) TARGET preparado para la fase de simulación
BE .....	ELLIPS	SEP. 96	JUL. 97	ENE. 98	ABR. 98
DK .....	DNF	1981	JUL. 97	ENE. 98	JUN. 98
DE .....	EIL/AZV	1988	JUL. 97	JUN. 98(5)	SEP. 98
ES .....	SLBE	MAY. 97	JUL. 97	OCT. 97	JUL. 98
GR .....	Hermes	JUN. 98	JUL. 97	FEB. 98	JUL. 98
FR.....	TBF	OCT. 97	SEP. 97	ENE. 98	JUL. 98
IE .....	IRIS	MAR. 97	NOV. 97	DIC. 97	JUL. 98
IT .....	BIREL	JUN. 97	JUL. 97	OCT. 97	JUL. 98
NL.....	TOP	NOV. 97	SEP. 97	OCT. 97	AGO. 98
PT.....	SPGT	OCT. 96	OCT. 97	ENE. 98	JUL. 98
GB .....	CHAPS	ABR. 96	JUL.97	AGO. 97	JUL. 98
AT.....	ARTIS	JUL. 97	OCT. 97	ENE. 98	JUL. 98
SE .....	RIX	1990	JUL. 97	MAR. 98	JUL. 98
FI .....	BOF	MAR. 91	SEP. 97	OCT. 97	FEB. 98
LU.....	LIPS Gross(1)	ENE. 99	DIC. 97	ENE. 98	JUL. 98
ECB .....	EPM(1)	ENE. 99	ABR. 98	ABR. 98	JUL. 98
EMI.....	ITES(2)	JUN. 97	n.a.	n.a.	n.a.
ECB .....	EDA(3)	OCT./NOV. 97	n.a.	n.a.	JUL. 98

Notas: (1) Estos sistemas trabajarán solamente en euros. (2) Centro de Verificación de *Interlinking* (*Interlinking Test Centre*). (3) Aplicación al final del día. (4) El componente TARGET consta de sistemas RTGS en euros y su componente *Interlinking*. (5) Las verificaciones dinámicas pueden simularse en otoño de 1997 con el AZV existente (sistema transfronterizo), este sistema será una parte integral del sistema RTGS euro después de la finalización de la migración al nuevo entorno EDP.

## 2.2 Aplicaciones del ECB

El ECB tendrá dos aplicaciones que actualmente son responsabilidad del EMI:

- Un mecanismo de pagos del ECB (EPM); y
- Una aplicación al final del día (EDA).

Además, el EMI tiene su propia aplicación para un Centro de Verificación *Interlinking* (ITES). El EMI completó las especificaciones y el desarrollo del ITES en mayo de 1997. Las verificaciones de interconexión entre algunos NCBs y el ITES empezaron un poco antes de lo previsto en junio de 1997; la mayoría de los NCBs están verificando ahora sus componentes de *Interlinking* contra ITES.

### 2.2.1 Mecanismo de pago del ECB (EPM).

Un mecanismo de pago del ECB (EPM) permitirá al ECB realizar funciones de procesamiento de pagos que resulten de sus actividades operativas limitadas (consulte las secciones 1.5 y 1.7).

Un mecanismo de pago del ECB (EPM) permitirá al ECB estar conectado directamente al *Interlinking* mediante el cual puede realizar/recibir pagos TARGET. El EPM cumplirá las características mínimas que son obligatorias para el TARGET.

Sin embargo, el EPM no ha sido diseñado para ser un sistema RTGS con pleno derecho sino para ayudar al ECB en el cumplimiento de sus tareas diarias. En particular, no se implantarán turnos de espera, *gridlock resolution*, servicios de sobregiro y facilidades de gestión de colateral.

Las especificaciones del Mecanismo de Pagos del ECB (EPM) se completaron en septiembre de 1997. El desarrollo del sistema empezará en octubre de 1997 y será completado en abril de 1998.

### 2.2.2 Aplicación al final del día.

La aplicación al final del día procesará los mensajes al final del día enviados por los NCBs. Las funciones al final del día serán manejadas por el ECB. El desarrollo de la aplicación comenzó a mediados de mayo de 1997 y finalizará para finales de octubre de 1997.

## 2.3 Trabajo técnico para el TARGET en su conjunto

Se han ido desarrollando otros trabajos preparatorios en las siguientes áreas:

- SWIFT ha sido elegido como el proveedor inicial de la red para el *Interlinking*;
- Las modificaciones a la documentación técnica existente para el TARGET;
- La preparación de una estrategia y documentación relevante para la verificación del TARGET/*Interlinking*; y
- Análisis del riesgo para el TARGET en su conjunto;
- Estrategia y metodología de seguridad para el TARGET en su conjunto.

Algunas características técnicas de diseño del proyecto, que se dejaron abiertas en el primer informe del proyecto TARGET, ahora se han acordado. Por lo tanto, una versión nueva de los anexos técnicos a ese informe (*Interlinking Specification, Data Dictionary and Minimum common performance features of RTGS systems within the TARGET*) está disponible, bajo petición, del EMI y de los bancos centrales nacionales. En principio las especificaciones técnicas para el TARGET/*Interlinking* están ahora congeladas hasta el inicio de la Tercera fase, de este modo las modificaciones serán evitadas en la medida de lo posible, aunque algunos pequeños ajustes pueden todavía ser necesarios visto el proceso de verificación.

Para minimizar los riesgos de implantación técnica para el TARGET/*Interlinking*, se ha acordado una estrategia y una metodología para una verificación común y un esquema detallado contra el ITES. Las comprobaciones estáticas constarán de una validación sintáctica de mensajes *Interlinking* enviados desde los NCBs a los ITES, y viceversa. En las comprobaciones dinámicas se comprobarán los esquemas de acción/reacción para la comunicación *Interlinking*. Después de haber conducido todas las verificaciones contra los ITES, los NCBs tendrán componentes *Interlinking* en funcionamiento, los cuales permitirán comprobaciones, en grupo y bilaterales, estables entre ellos mismos. Las comprobaciones acompañarán todo el trabajo de implantación hasta el inicio de la Tercera fase de la Unión Monetaria Europea.

Finalmente, el análisis de riesgo está siendo conducido durante la fase de verificación para incrementar la seguridad técnica del sistema.

## NOTAS

(1) *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*.

(2) En este sentido, abrir antes de las 7 a.m. podría significar durante la noche o incluso la tarde-noche anterior, después de cerrar la fecha valor.

(3) Los pagos de los clientes se definen como mensajes de pago en formato MT 100, o formato de mensaje nacional equivalente (que podría utilizar el formato de mensaje *Interlinking* MT 100 para ser transmitido transfronterizamente). La implantación técnica detallada de las 5 p.m. como hora de cierre para los pagos domésticos será una decisión de cada NCB en colaboración con su comunidad bancaria. Los NCBs pueden continuar procesando los pagos domésticos de los clientes que estén en lista de espera a las 5 p.m.

(4) Cuando el día de Navidad o el día de Año Nuevo caigan en sábado o domingo, no habrá días festivos comunes extras.

(5) Algunas asociaciones bancarias europeas ya han expresado su preferencia por esta solución, la *ECU Banking Association* (con referencia al sistema de compensación EBA que se establecerá en el sistema TARGET en la Tercera fase), y por representantes de los sistemas de liquidación de valores.

(6) Estas reglas comunes hacen referencia a los sistemas RTGS de los países no euro solamente cuando procesan pagos en euros.

(7) La hora de corte temprana para los pagos de los clientes se aplica en los tres mecanismos.

(8) Hay mas información sobre este tema en un documento titulado *End-of-day procedures in TARGET* que puede obtenerse, bajo petición, del EMI o de los bancos centrales nacionales.

(9) Aun cuando en un país el sistema RTGS doméstico sea implantado solamente en junio de 1998, en ese país el sistema RTGS euro estará preparado sin retraso para probar con el centro de verificación de *Interlinking* (*Interlinking Test Centre*).