

## LAS EXPECTATIVAS DE CONVERGENCIA Y LA DEUDA PUBLICA

---

*Analistas Financieros Internacionales*

**L**a negativa mayoritaria del pueblo danés al Tratado de la Unión Europea es un hecho de importancia decisiva para los mercados europeos porque 1º hace imposible la ratificación del Tratado tal y como fue redactado en Maastricht y 2º abre un período de incertidumbre sobre la posibilidad o no de su ratificación en el resto de los países miembros. La respuesta a la convocatoria de referéndum en Francia decidido por su Presidente es un ejemplo de la puesta en cuestión por el mercado del calendario y contenido de los acuerdos de Maastricht. En nuestra opinión, la decisión danesa conduce a los mercados a un *escenario similar al vivido antes de la Cumbre*: la voluntad de unión era conocida, pero la incertidumbre sobre su calendario y sus detalles era muy importante.

El fracaso danés en el proceso de ratificación -y la posibilidad adicional de que pudiera no ser el único- abre un *período de incertidumbre institucional* que afectará fundamentalmente a los mercados de aquellas divisas de la CE que mayor esfuerzo de convergencia nominal deben hacer, para las que Maastricht fue un hito fundamental que reforzó la credibilidad de sus políticas económicas. De hecho, aunque, como cabe esperar, las autoridades españolas redoblen los esfuerzos por reafirmarse en su Plan de Convergencia, cabe temer que la muy invertida curva de tipos de interés de la peseta rectifique en parte su pendiente negativa, como consecuencia de la previsible cautela de las carteras internacionales en su inversión europea.

### Aspectos institucionales

El Tratado de la Unión Europea es, ante todo, un convenio entre los 12 Estados miembros de las Comunidades Europeas: exige la ratificación de todos ellos para su entrada en vigor, de conformidad con sus respectivas normas constitucionales. En principio, el Tratado puede entrar en vigor el 1 de enero de 1993 siempre que se hayan depositado todos los instrumentos de ratificación, pero dicha fecha no constituye un límite temporal al proceso de ratificación, ya que el propio Tratado prevé que, en su defecto, entre en vigor el primer día del mes siguiente al depósito del instrumento de ratificación del último Estado signatario que cumpla dicha formalidad.

El rechazo de la mayoría de la población danesa a dicho Tratado por referéndum impedirá, por tanto, si no se adoptan medidas adicionales, la entrada en vigor del Tratado.

Aunque los aspectos del Tratado de carácter intergubernamental y no comunitario, concretamente los relativos a la Política Exterior y de Seguridad Común y a la Cooperación en Justicia y Asuntos de Interior, podrían, teóricamente, seguir adelante con sólo 11 Estados miembros, no puede decirse lo mismo del resto del Tratado de la Unión Europea, y concretamente de la Unión Económica y Monetaria. La razón de esto reside en que buena parte del Tratado son modificaciones, en su conjunto muy significativas, a los Tratados Constitutivos de las Comunidades Europeas, de los que Dinamarca es parte.

Por otra parte, el referéndum se refería al conjunto del Tratado, por lo que su resultado negativo no puede obviarse por la aplicación del Protocolo del mismo relativo a Dinamarca, ya que éste se refiere exclusivamente

a la posibilidad de este país de no participar, si no lo desea, en la tercera fase de la UEM, aunque cumpla en su día las condiciones necesarias para ello.

En definitiva, puede decirse que existen tres posibilidades básicas para el inmediato futuro:

- a) Abandono del Tratado de la Unión Europea, ante su eventual falta de ratificación, alternativa que, aunque no pueda descartarse en último término, supondría una importante pérdida de credibilidad para las instituciones comunitarias y para el proyecto europeo que éstas encarnan. Varios mandatarios de Estados miembros -y es previsible que les sigan los demás- ya se han apresurado a declarar que continuarán con su propio proceso de ratificación.
- b) Renegociación del Tratado de la Unión Europea, para dar alguna satisfacción a los argumentos que han provocado el rechazo por parte de la mayoría de la población danesa o que pueden provocar eventuales rechazos en otros países. Esta renegociación puede afectar:
  - 1) Al conjunto del Tratado: tanto los aspectos de la unión política como los de la monetaria podrían ponerse en cuestión en una renegociación. No hay que olvidar que todos los Estados cedieron en algo en Maastricht. El hecho que algunos Estados miembros se hayan pronunciado en contra de la misma no disipa las dudas de los mercados, en todo caso.
  - 2) A uno o varios protocolos adicionales para Dinamarca, de forma similar al protocolo antes mencionado para la tercera fase de la UEM. Esta alternativa tiene la importante ventaja de no alterar la estructura básica del Tratado y, al mismo tiempo, permite introducir las derogaciones, temporales o permanentes, que se estimen oportunas. No habría que descartar que estos protocolos nuevos previesen también peculiaridades aplicables a otros países comunitarios, con objeto de facilitar el proceso de ratificación por parte de los mismos.

La incorporación de cualquier protocolo nuevo, y en general cualquier modificación que se introduzca en el Tratado, *debería ser objeto de ratificación* con el conjunto original del mismo, por lo que, previsiblemente, *se alterará sensiblemente el calendario previsto inicialmente para las ratificaciones, que se recoge en la tabla adjunta.*

El que el curso futuro se dirija en una u otra de las direcciones señaladas depende del conjunto de los Estados miembros de las Comunidades Europeas, por lo que habrá que esperar su pronunciación al respecto. Este pronunciamiento puede producirse en la próxima cumbre comunitaria que se celebrará en Lisboa. Sin embargo, la posibilidad de que el período de incertidumbre que ahora se abre se prolongue durante lo que resta de ejercicio -la ratificación alemana está prevista en diciembre- no debe ser descartada.

#### **El deterioro de las expectativas de convergencia**

La no ratificación por Dinamarca del Tratado de Maastricht ha puesto en cuestión el calendario de la UEM allí fijado por los jefes de Estado o de Gobierno y, sobre todo, *ha abierto en definitiva, bajo las consideraciones anteriores, período de incertidumbre* sobre eventuales problemas de ratificación en otros Estados y/o cuestionamientos de la propia configuración de la CE como UEM -ampliación de la CE, alteraciones en el "trade-off" unión política/unión monetaria- consensuada en Maastricht. Si bien sigue clara la voluntad de los once países todavía pendientes de ratificación de continuar adelante con el proceso y la voluntad política de todos sigue aparentemente inalterada, parece evidente que el mercado ha despertado del "*sueño de convergencia*", que tan firmemente estaba enraizado en sus expectativas, y las dudas sobre la integridad del

Tratado y sobre su calendario han provocado un muy importante cambio, justificado o no, en las actitudes de los gestores de carteras de renta fija europea.

Este cambio tiene un reflejo más claro en las rentabilidades de mercado de los bonos en Ecus. Tras la decisión danesa y el anuncio del referéndum francés, las rentabilidades de los bonos en marcos alemanes apenas se han alterado, pero el resto de los países han visto cómo los diferenciales de rentabilidad de sus deudas domésticas frente a los bund ascendían fuertemente. Las rentabilidades *teóricas* del Ecu se han elevado así con gran intensidad. No obstante, las rentabilidades *de mercado* del Ecu aún lo han hecho con mayor virulencia, hasta el punto de situarse, por primera vez desde la firma de Maastricht, por encima de las *teóricas*.

Como es conocido, el mercado ha "castigado" fundamentalmente a los bonos en monedas de altas rentabilidades -y alta inflación-, como los italianos, españoles o portugueses, pero también ha provocado un ascenso de los diferenciales de los franceses -el referéndum fue determinante- y británicos. Podrían avanzarse tres grupos de razones que justifican, independientemente de las lógicas sobre-reacciones propias del cambio de rumbo de las expectativas, este comportamiento. Por una parte, podrían señalarse las que se refieren al cuestionamiento del "paraguas" de Maastricht. En la medida en que la senda de la convergencia se fundamentó desde la firma del Tratado en un calendario fijo que parecía inalterable y en un incuestionable contenido para las Fases II y III de la UEM, las expectativas del mercado pudieron infravalorar la importancia de los fundamentos internos de las economías en cuestión. En muchas ocasiones hemos hecho aquí hincapié en la contradicción entre las expectativas domésticas -fundamentadas en las previsiones sobre la evolución futura del tipo a un día- y las de las inversiones de no residentes -basadas en los diferenciales de rentabilidad y en las expectativas cambiarias-. La importancia cualitativa del proceso de convergencia pudo eclipsar en el período posterior a Maastricht el análisis de los fundamentos internos por parte de los gestores de carteras internacionales, haciendo caer su toma de decisiones en un ingenuo automatismo.

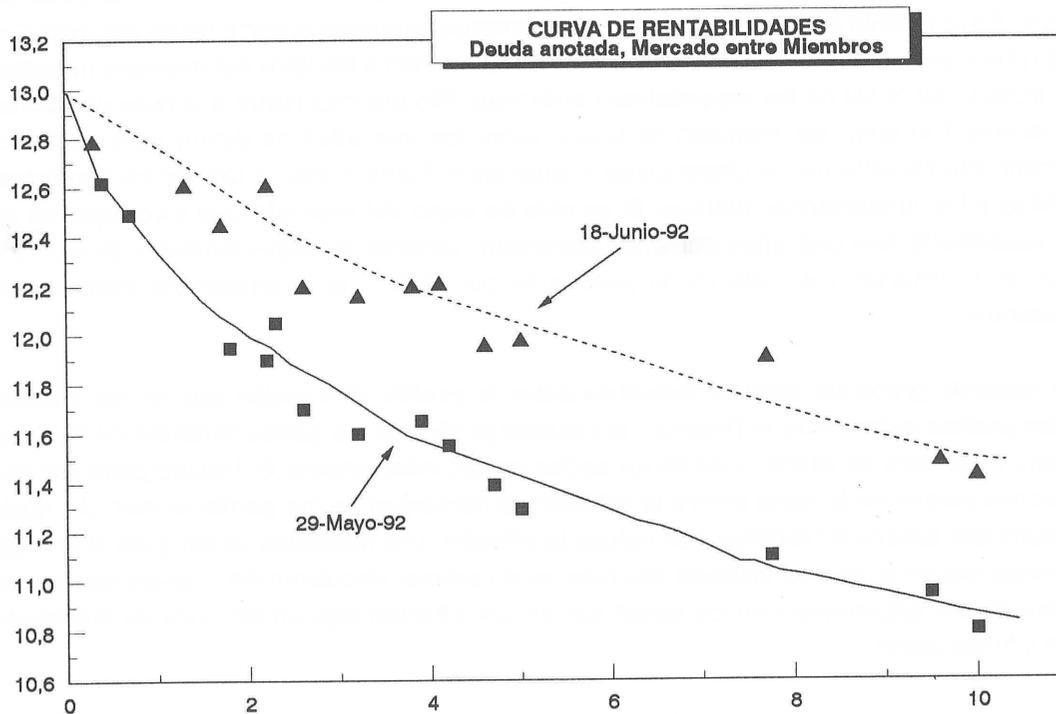
Este razonamiento debe, en todo caso, ser matizado en el caso español en dos sentidos: por una parte, fue la inversión extranjera la que desarrolló el segmento a medio y largo plazo del mercado de deuda, lo que hizo de este tramo de la curva una zona en casi permanente estado de exceso de demanda de papel respecto a la oferta. En la medida en que era imposible la segmentación frente al corto plazo, las "bajas" rentabilidades del largo plazo se transmitieron a lo largo de la curva, afectando a los tipos del mercado monetario a tres, seis y doce meses, por la vía de las expectativas cambiarias. Ello era importante a la hora de valorar el efecto de cuanto ocurre a lo largo del mercado de bonos sobre los mercados de dinero y de cambios. Por otra, el comportamiento reciente de los diferenciales a largo plazo frente al marco alemán ha demostrado una cierta sensibilidad a los fundamentos internos. El cambio de signo del mercado que tuvo lugar en marzo pasado estuvo relacionado con una débil demanda extranjera, sensible al empeoramiento de los fundamentos: el ascenso de la inflación más allá de lo justificable por el IVA, la incertidumbre política y la indisciplina presupuestaria.

Un segundo grupo de razones descansa sobre la posible vinculación que en las expectativas de los mercados pudiera existir entre el Tratado y la voluntad política de los países firmantes de hacer converger sus inflaciones y sus tipos de interés a las de los socios menos inflacionistas. *El Tratado pudo ser así un incentivo para muchos países en la lucha contra la inflación*: la necesidad de "no perder el tren" del núcleo central de países europeos tendría el "sacrificio" de reducir la inflación. Los mercados verían pues el anclaje del proceso de convergencia de países de inflación alta más en el carácter vinculante del Tratado que el convencimiento autónomo de sus gobernantes en los beneficios de una inflación baja en términos de crecimiento sostenible a medio y largo plazo.

### CALENDARIO DE RATIFICACION DEL TRATADO MAASTRICHT

	Fecha	Procedimiento
Dinamarca	02-Jun	Referéndum
Irlanda	18-Jun	Referéndum
Francia (*)	Septiembre	Referéndum
Portugal	Verano	Mayoría parlamentaria simple
Luxemburgo (*)	Verano	Mayoría parlamentaria (2/3)
España	Otoño	Mayoría parlamentaria (2/3)
Reino Unido	Otoño	Mayoría parlamentaria simple
Bélgica (*)	Otoño	Mayor-ia parlamentaria (2/3)
Holanda	Otoño	Mayoría parlamentaria simple
Alemania (*)	Otoño	Mayoría parlamentaria (2/3)
Italia	--	Mayoría parlamentaria simple
Gracia	--	Aprobación parlamentaria

(\*) Necesitan mayoría especial para modificar la Constitución.  
 Fuente: *Financial Times y Analistas Financieros Int.*



Finalmente, un tercer grupo de razones, estrechamente relacionado con los anteriores descansaría en las consecuencias de la crisis sobre el Mecanismo de Cambios del SME. Para las expectativas del mercado era difícil un realineamiento de paridades en el contexto de un Maastricht "intocable". Ahora, en el período que se abre podrían surgir expectativas de realineamiento de paridades o de movimientos en las bandas en tres sentidos.

- a) El mercado de bonos podría estar temiendo que algún país aproveche "la confusión" para ajustar sus paridades centrales en el Mecanismo con una devaluación. Esta expectativa, de existir, estaría ligada a una falta de credibilidad antiinflacionista por parte de algunos gobiernos (¿el caso de la lira?) y al temor de un ajuste cambiario post-reducción de la inflación, de carácter voluntariamente expansivo (¿el caso de la libra?).
- b) Los mercados podrán temer, por otra parte, una actitud más beligerante del Bundesbank en el SME, en favor de una revaluación del marco alemán, tantas veces deseada por este banco central.
- c) Otra posibilidad podrá ser igualmente depreciadora para algunas monedas, pero en un sentido diferente: podría acercarse un "buen momento" para que divisas como la peseta estrechen su banda en el Mecanismo de Cambios, manteniendo su paridad central. La expectativa de un movimiento en este tipo sería negativa para los bonos en pesetas en un primer momento, pues nuestra divisa tendría que depreciarse hasta las más de 64 ptas./marco, pero una vez acontecido su efecto sería positivo presumiblemente para el mercado de bonos.

En definitiva, la crisis de confianza actual podría haber hecho reaparecer algunos temores ancestrales en los mercados. En nuestra opinión, la respuesta que en términos de tipos de referencia de sus bancos centrales han tenido que dar Italia y Dinamarca está relacionada con el hecho de que para los Gobiernos que persistan en la senda antiinflacionista pero vean peligrar su estabilidad cambiaria, se inicia un período en el que han de "convencer de nuevo" a los mercados de su voluntad ortodoxa.

Es en este sentido en el que lo ocurrido en el mercado de bonos puede tener consecuencias relevantes en el de dinero y en el de cambios. Detengámonos en el caso español. Si, como es previsible, continúa el clima de incertidumbre en Europa, aún una vez pasada la primera fase de presión vendedora que hace que el diferencial de rentabilidades a 10 años de la deuda pública española frente a la alemana pueda situarse por encima de los 325 p.b., parece claro, en nuestra opinión, que la peseta *podría tender a debilitarse*: el papel que ha venido jugando la deuda pública en la balanza de capitales y el deterioro de la inflación y del déficit corriente frente al exterior que ha podido observarse en los transcurrido de 1992 justificarían una cierta depreciación de nuestra divisa. Las autoridades, ante ello, podrían tratar de mantener su beligerancia, *vendiendo reservas* y viendo con "buenos ojos" el tensionamiento de los tipos depo y FRA. ¿Bastaría un ajuste al alza de tipos de mercado para frenar o invertir un proceso de debilitamiento de la peseta cuando quizá está ya muy cerca una ralentización profunda del crecimiento del PIB una vez terminados los acontecimientos del 92 y bajo una renovada disciplina presupuestaria?. Parece claro que el mercado podría empezar a acariciar con creciente intensidad la hipótesis de *estrechamiento de bandas*, manteniendo la paridad central actual, por parte de la peseta. Sin embargo, es tal la incertidumbre, que quizá esta hipótesis tarde todavía en reaparecer en los mercados.