

CONFERENCIA DE D. MARIANO RUBIO JIMENEZ,
GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA,
EN EL CLUB SIGLO XXI

Madrid, 22 de febrero de 1988

El tema de mi conferencia de esta noche es la política monetaria española cara al Mercado Único Europeo. La vertiente monetaria del Mercado Único está constituida por el Sistema Monetario Europeo, por lo que centraré mi intervención primero en el análisis de la problemática actual del Sistema, pasando seguidamente a hacer una serie de consideraciones sobre la posible participación de la peseta en el mismo.

No resulta posible, sin embargo, tratar adecuadamente estos temas sin hacer una referencia previa a los cambios económicos puestos en marcha, en el ámbito de la Comunidad Económica Europea, por la entrada en vigor, en el mes de julio del año 1987, del Acta Única Europea.

Rubricada por los representantes de los doce estados miembros que actualmente integran la Comunidad, el Acta Única modifica y profundiza el Tratado de Roma, y sienta las bases para realizar, en un horizonte relativamente cercano, un avance decisivo en el proceso de integración económica europea. Tal y como se recoge en las provisiones del Acta, el concepto de mercado interior europeo previsto en el Tratado de Roma —basado en la libre circulación de mercancías, servicios y personas— queda ampliado con la inclusión de la libre circulación de capitales; y, lo que es más, los diferentes estados asumen el compromiso de lograr la realización del mercado interior en la Europa de los doce, antes de que finalice el año 1992. El Acta Única Europea expresa, en definitiva, la voluntad política de otorgar un nuevo e importante impulso al proceso de integración de la CEE.

Los principios económicos postulan, y la experiencia histórica confirma, que el desmantelamiento de las barreras que impiden la libre circulación internacional de las categorías económicas anteriormente mencionadas, generalmente se traduce en una mejor asignación de los recursos. Ahora bien, sería engañoso pensar que el establecimiento de la Europa sin fronteras no va a suponer cambios cualitativos de importancia, ni la aparición de nuevas tensiones en el proceso de integración económica. A continuación me referiré brevemente a los aspectos que, a mi juicio, son de mayor interés en todo este proceso.

Por un lado, conviene recordar que el Acta Unica no liberaliza por igual la circulación de todas las mercancías comunitarias, ya que excluye expresamente del ámbito del mercado interior a los sectores agrícola, pesquero, textil y siderúrgico, que mantienen regímenes especiales al margen de las provisiones del Acta. Por otro lado, el nuevo marco económico europeo puede afectar a los desequilibrios regionales, como consecuencia de los efectos redistributivos de la renta que se derivaran de la libre circulación de mercancías, servicios, personas y capitales, entre países con estructuras económicas y sociales claramente diferenciadas.

Es preciso, por consiguiente, tener en cuenta los problemas anteriores, tanto en la elaboración del presupuesto comunitario como en la disposición de los fondos de ayuda estructural de la Comunidad. Los acuerdos de la cumbre reciente de jefes de gobierno de la Comunidad constituyen sin duda un paso muy importante en esa dirección, aunque como es lógico no cubran todas las aspiraciones españolas, debido a los intereses contrapuestos que en estos terrenos se dan entre los países miembros.

Hay que señalar, por último, que el mercado interior sólo puede ser plenamente realizable dentro de un área de estabilidad cambiaria consolidada; de otra forma, las fluctuaciones de los tipos de cambio crearían, por sí mismas, barreras nacionales que dificultarían la libre circulación de recursos dentro de la Comunidad. Ahora bien, esta consolidación no se producirá si, al mismo tiempo, subsisten divergencias entre las políticas económicas —y, en particular, entre las políticas monetarias— de los países miembros.

«La Unión Económica y Monetaria» —decía el informe Werner, en 1972— significa que las principales decisiones de política económica habrán de adoptarse en el nivel comunitario y que será preciso, por tanto, transferir los poderes necesarios desde los ámbitos nacionales al de la Comunidad. La adopción de una moneda única podría ser la etapa final de esta unión, asegurando así la irreversibilidad del proceso.

Y ese informe, aprobado por los Jefes de Estado y de Gobierno en octubre de 1972, fue el punto de partida del primer esfuerzo comunitario por avanzar hacia la integración monetaria. El momento elegido resultó, sin embargo, poco afortunado. El colapso del sistema de Bretton Woods, la primera crisis del petróleo y las profundas divergencias entre las políticas económicas nacionales en los años setenta impidieron un desarrollo adecuado del Plan Werner.

Sólo la decepción con las políticas seguidas a lo largo de la década de los años setenta y sobre todo la preocupación política por la unidad europea llevaron a Giscard d'Estaing y a Helmut Schmidt a dar un impulso a la cooperación monetaria, contemplada ahora con una visión más pragmática. Así nació en 1979 el Sistema Monetario Europeo, que dejando para más adelante la unión monetaria, pretendía los siguientes objetivos: primero, la creación de un área comunitaria de estabilidad de

los cambios y baja inflación; segundo, la creación de un marco que facilitase la cooperación de los estados miembros en sus políticas económicas y que condujese a una convergencia mayor en el comportamiento de sus economías; y tercero, la reducción de la inestabilidad mediante políticas comunes en relación con las monedas ajenas al área que permitieran moderar los impactos monetarios exteriores.

El SME puede definirse como un sistema cooperativo de tipos de cambio fijos (aunque ajustables), cuyo funcionamiento se apoya en tres elementos básicos: el ECU, el mecanismo de estabilidad de los cambios, y los mecanismos de financiación.

El ECU es una unidad monetaria integrada por las monedas de los países del sistema, con ponderaciones revisables cada cinco años, que cumple la triple función de ser la unidad de cuenta en la que se fijan los tipos de cambio centrales, la base sobre la que se asientan los mecanismos de intervención y, con restricciones, el medio de pago oficial comunitario. En los momentos actuales, las monedas de todos los países de la CEE, excepto de Portugal y España, forman parte del ECU.

El mecanismo de estabilidad de los cambios comprende las reglas de intervención y reajuste. Así, se establece que una moneda no puede apreciarse o depreciarse frente a cualquier otra moneda del sistema más de un 2,25 por ciento —el 6 por ciento para la lira italiana— respecto de las paridades centrales fijadas por mutuo acuerdo de las autoridades económicas de los países miembros. Sin embargo, existe la posibilidad de efectuar una revisión de paridades centrales cuando se produzcan situaciones de desequilibrio fundamental en la balanza de pagos de algún país perteneciente al sistema, lo que ha sucedido hasta el momento presente en once ocasiones. Con la excepción de España, Gran Bretaña, Grecia y Portugal, el resto de los países de la Comunidad vienen obligados por la disciplina impuesta por estos mecanismos de intervención.

Para garantizar la existencia de recursos financieros adecuados que permitan el eficaz funcionamiento de los mecanismos de intervención, el SME cuenta asimismo con una serie de mecanismos de financiación que van, desde créditos a muy corto plazo para financiar las intervenciones oficiales en los mercados de cambios, hasta créditos a plazos más largos para financiar y corregir desequilibrios de balanza de pagos en los países miembros. Los recursos utilizados en los mecanismos de financiación proceden, a su vez, de las aportaciones, por los países miembros, de un porcentaje de sus reservas.

Hay que decir que la iniciativa del Canciller alemán y del Presidente francés fue acogida con enorme reticencia en algunos medios financieros alemanes, que dudaban de su viabilidad práctica. Una vez más se demostró que los grandes pasos en la construcción de Europa sólo pueden venir de un liderazgo político que vea más allá de las dificultades técnicas en las que a menudo se pierden las burocracias nacionales. De

hecho, el Sistema Monetario Europeo ha aliviado enormemente las presiones sobre el marco y en este sentido cabe decir que Alemania ha sido uno de sus principales beneficiarios.

Precisamente los temores del Bundesbank hicieron que la naturaleza jurídica del Sistema Monetario Europeo sea un tanto peculiar, ya que el documento básico que lo rige, el llamado acuerdo de Basilea, es un acuerdo entre los bancos centrales, aunque los cambios en las paridades tienen que ser aprobados por el Consejo de Ministros de Economía y Hacienda, al cual asisten en esa ocasión los gobernadores de los bancos centrales.

En conjunto, el funcionamiento del SME desde su creación en 1979 puede juzgarse satisfactorio, sobre todo si se compara con la escasa fortuna de su predecesor —la serpiente monetaria europea— y con los problemas experimentados durante los últimos años por el sistema monetario internacional. Concretamente, el SME ha introducido un grado notable de disciplina monetaria en los países que lo integran. Y a su vez, esto se ha traducido en una mayor estabilidad de los tipos de cambio nominales y reales, como resultado de la puesta en práctica de políticas monetarias dirigidas a la reducción del nivel y de los diferenciales de las tasas de inflación de los países miembros.

Los dos últimos años han marcado, sin embargo, una nueva etapa del Sistema, caracterizada por un aumento de las tensiones en su seno —y no me refiero tanto a las tensiones cambiarias como a las tensiones políticas relativas a los elementos de simetría y de asimetría en la cooperación económica entre los países miembros—.

Estas tensiones son consecuencia, principalmente, de dos rasgos del período, relacionados entre sí. El primero de ellos es la existencia de fuertes desequilibrios en los pagos internacionales que condujeron a la fortísima depreciación del dólar iniciada en febrero de 1985. El segundo rasgo del período ha sido el relajamiento relativo de la atención prestada por las economías comunitarias a la reducción de las tasas de inflación —como consecuencia, en buena medida, de los buenos resultados obtenidos en este campo— y la mayor inquietud mostrada ante los ritmos lentos y declinantes de crecimiento y de creación de empleo registrados en la gran mayoría de las economías del área.

La intensa depreciación del dólar ha puesto fin a un período en el que el elevado valor de la moneda americana y la rápida expansión económica de los Estados Unidos a partir de 1983 alentaron con fuerza las exportaciones de los países europeos y les otorgaron un estímulo expansivo que contrastaba con el modesto avance de sus demandas internas. La depreciación del dólar ha generado y continúa generando, por tanto, efectos negativos importantes para las economías comunitarias.

Ahora bien, los excedentes de las balanzas de pagos por cuenta corriente europeas están muy desigualmente repartidos entre los países comunitarios. Dicho más claramente, el excedente por cuenta corriente del área está muy fuertemente concentrado en la República Federal de Alemania, con un superávit en 1987 del orden de los 44 mil millones de dólares frente a un déficit global de 5 mil millones de dólares en el resto del área. Esto, más la política de fuerte estabilidad alemana, convierten inevitablemente al DM en una moneda intensamente demandada; pero el SME sirve de moderador de las presiones alcistas sobre la moneda alemana extendiéndolas al resto de las monedas del Sistema. Y esto es, lógicamente, una fuente de tensiones.

Al mismo tiempo, la apreciación de las monedas europeas pone más de manifiesto el débil crecimiento de las demandas internas en la gran mayoría de los países comunitarios. El debilitamiento de la demanda externa no se ha visto compensado por una mayor demanda interna; y esto es grave en países que registran ya, en su conjunto, un porcentaje de paro del 12 % sobre su población activa. No cabe extrañarse, por consiguiente, de que otros países del área reprochen a la República Federal de Alemania, en cuanto economía líder de la zona comunitaria y en condiciones óptimas de holgura, su resistencia a capitanear una actitud más expansiva y lo que entienden que es una preocupación excesiva, en las condiciones actuales, por la estabilidad de los precios.

Tales tensiones pueden estar más o menos justificadas y pueden implicar exigencias tal vez excesivas para la República Federal de Alemania. Lo cierto es que los países del SME no han conseguido establecer una coordinación eficaz que condujera a una estrategia conjunta tanto dentro del área como frente a los desequilibrios mundiales; y que esto ha generado una insatisfacción que se expresó, por ejemplo, en las largas discusiones que condujeron al realineamiento de cambios centrales del Sistema en enero de 1987.

En resumen, también el SME se ha visto afectado, en el último período, por la pérdida de impulso del proceso comunitario; y, por ello mismo, también ha incidido sobre él la renovada voluntad política de otorgar mayor ímpetu a ese proceso de integración.

El Acta Unica implica, como ya hemos visto, a través de la realización del mercado interior en 1992, la conveniencia de constituir un área de estabilidad cambiaria en el ámbito comunitario. Y, además, como reacción ante los problemas que han venido aquejando recientemente al SME, se ha iniciado un esfuerzo por consolidarlo por dos vías interrelacionadas.

La primera de ellas, expresada en el acuerdo de la reunión de Ministros de Economía y Hacienda, de septiembre pasado, en Nyborg (Dinamarca) —aprobando una propuesta del Comité de Gobernadores— busca una mejora de los mecanismos de financiación y una ampliación de las facilidades financieras que las respaldan. Esto

aumentará, sin duda, la credibilidad de los compromisos de los países miembros del Sistema respecto del mantenimiento de sus tipos centrales.

La segunda vía, aun en estado de proyecto de directiva preparado por la Comisión, pero sometido ya a una discusión que numerosos países importantes desearían que fuese conducente a un acuerdo temprano, se refiere a la plena libertad de movimientos de capitales.

La liberación total de estas transacciones hace más perturbadoras las divergencias —aun transitorias— entre las políticas económicas de los países miembros de un sistema de estabilidad de cambios. Dicho de otro modo: la adopción de una libertad plena de los movimientos de capitales impone una intensificación de la convergencia y la cooperación entre las políticas económicas de los países miembros del SME y aconseja el reforzamiento de sus mecanismos de intervención y financiación, de acuerdo con las líneas aprobadas, como acabamos de ver, en la reunión de ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales de Nyborg.

* * *

Este es el contexto en el que se plantean los problemas relativos a la conveniencia del ingreso de España en el mecanismo de estabilidad cambiaria del SME y al momento más oportuno y las condiciones de ese eventual ingreso.

Conviene aclarar que España ya participa en el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) y en los diversos mecanismos de financiación del sistema —excepto los de financiación a muy corto plazo ligados a las intervenciones para mantener los tipos de cambio dentro de las bandas de fluctuación tolerada—. Así, pues, cuando hablamos de nuestra incorporación al SME estamos hablando de dos cosas: primero, de la incorporación de la peseta al conjunto de monedas que, convenientemente ponderadas, definen el valor del ECU; y, segundo, del ingreso de la peseta en el mecanismo de estabilidad cambiaria del sistema. Como pueden comprender ustedes fácilmente, estas dos cosas no son del mismo orden de importancia: España tiene derecho a solicitar la inclusión de la peseta en el ECU con ocasión de la próxima revisión de este último, que ocurrirá en 1989; pero la decisión verdaderamente relevante es la relativa a la incorporación de la peseta en el mecanismo de estabilidad de los cambios. Este último es, por tanto, el tema que va a centrar mi atención en los próximos minutos.

La respuesta básica al problema central me parece obvia: si España desea participar plenamente en el proceso de integración comunitaria, es decir, en la formación

y desarrollo del gran mercado interior de la CEE, habremos de incorporarnos también plenamente al sistema de progresiva integración monetaria que es una pieza de aquel proceso. Ello nos obligará, ciertamente, a aceptar una pérdida de autonomía en nuestra política económica y, especialmente, en nuestra política monetaria; pero esta es una simple consecuencia de la voluntad de tomar parte en el movimiento general de integración —voluntad tan claramente expresada por nuestro país—.

¿Piensa alguien, por lo demás, que aunque pretendiéramos mantener una mayor autonomía formal de nuestra política económica, lograríamos conservarla de hecho a medida que nuestra economía se abre con rapidez al área comunitaria y participa en un gran mercado con plena libertad de movimientos de capitales?. En esas condiciones, las divergencias de política económica se pagan pronto e imponen fuertes costes; de modo que, en fin de cuentas, es preciso aceptar una convergencia y una coordinación muy elevadas de nuestra política económica con las prevalecientes en el área de la CEE.

De alguna manera, nuestra incorporación al Sistema Monetario Europeo sería la culminación de un largo proceso de apertura de la economía española y de su integración en la economía europea que se inicia con el Plan de Estabilización de 1959 y que adquiere un ritmo histórico con la entrada en la Comunidad en enero de 1986. Todos estos pasos han supuesto desde ciertos puntos de vista pérdidas de libertad de nuestra política económica, pero la pregunta que hay que hacerse es si perdemos libertad para hacer aquello que conviene para el desarrollo de nuestra economía y el bienestar de los españoles. La experiencia nos ha demostrado sin lugar a dudas que la respuesta es negativa, por la sencilla razón que la economía española ha mostrado su mayor dinamismo precisamente en aquellas épocas en que la política económica ha sido capaz de moverse dentro del marco de la disciplina financiera y de la estabilidad.

Dicho en otros términos, la liberalización de nuestras relaciones con el exterior y el seguimiento de una política compatible con una peseta fuerte, sólo nos reduce nuestra capacidad de seguir durante un breve período de tiempo políticas inflacionistas que han terminado y terminarán siempre en medidas estabilizadoras con un coste social muy superior a los beneficios conseguidos a corto plazo.

Desde el punto de vista estricto de la política monetaria, la incorporación formal de la peseta al SME supone la aceptación de un compromiso de mantenimiento de nuestro tipo de cambio nominal dentro de los márgenes de fluctuación aceptados en torno a los tipos de cambio centrales definidos —aunque existe, desde luego, la posibilidad de reajustar esos tipos de cambio centrales cuando las condiciones básicas de la economía lo hagan inevitable—. Esto equivale a adoptar un objetivo intermedio de tipo de cambio nominal y a renunciar a la posición central que determinados agregados intermedios —los ALP, en estos momentos— han venido teniendo en nuestra política monetaria.

La adopción del objetivo cambiario impone intervenciones del Banco de España en el mercado de cambios para su mantenimiento y la aceptación de movimientos de los tipos de interés monetarios orientados al cumplimiento de dicho objetivo; en consecuencia, los esfuerzos por lograr determinados comportamientos de la cantidad interna de dinero (en cualquiera de sus definiciones) quedan estrictamente supeditados a los objetivos cambiarios, sin otros márgenes de holgura que los que puedan facilitar, por una parte, las bandas de fluctuación aceptadas para el tipo de cambio y, por otra, los controles de cambios sobre los movimientos de capitales que puedan subsistir.

No hay que confiar gran cosa, sin embargo, en los márgenes de maniobra que puedan facilitar, hoy día, los controles de cambios. El desarrollo de los sistemas financieros y su creciente integración en los últimos años han reducido muy considerablemente la eficacia de esos controles, dejando, por tanto, muy escasas posibilidades para desarrollar una política monetaria interna de control de agregados que esté en conflicto con el objetivo de tipo de cambio. Pero, en todo caso, como hemos visto, el próximo futuro va a traer una plena liberalización de los movimientos de capitales en el área comunitaria. Y esto conducirá a un predominio aún mayor del objetivo cambiario.

Un sistema objetivo formal de tipo de cambio nominal y con plena liberalización de los movimientos de capitales deja muy escasa autonomía a las políticas monetarias nacionales. El país integrado en ese sistema adopta implícitamente el objetivo de inflación y ha de evitar que se produzcan desviaciones de la política monetaria interna que generarían enseguida perturbaciones cambiarias. Indirectamente, otras ramas de la política económica —la política fiscal, por ejemplo— y el comportamiento de los costes monetarios han de ajustarse a los objetivos propuestos.

No significa esto que el hecho de que España se integre en el sistema nos obligue a renunciar a tasas de crecimiento real superiores a las registradas en el conjunto de los países comunitarios. Significa, simplemente, que esos logros habrán de conseguirse, por así decirlo, sin alegrías monetarias.

En definitiva, afirmar —como lo ha hecho el Presidente del Gobierno y el Ministro de Economía y Hacienda— la conveniencia de incorporar la peseta al SME equivale a afirmar la conveniencia de aceptar una disciplina considerable de origen externo; y equivale también a expresar las más serias dudas sobre la posibilidad de eludir esa disciplina y los más serios temores sobre nuestra capacidad para lograr una mayor autonomía efectiva, sin graves costes para la participación de España en el proceso de integración europea.

Claro está que la aceptación —o, si lo prefieren ustedes— la previsión de esa pérdida de autonomía ha de llevarnos a un mayor interés por participar en la discu-

sión de los problemas que, hoy día, afectan al SME y en los esfuerzos colectivos por encontrar vías de solución a los mismos.

Ya me he referido a esos problemas anteriormente. Conducen, en último término, a una reconsideración del grado de asimetría con el que ha venido funcionando el Sistema hasta el presente.

En todo sistema de estabilidad de cambios ha de darse un elemento inevitable de asimetría en el sentido de que el país de mayor peso —la República Federal de Alemania, en este caso— ha de desarrollar una política monetaria efectiva de estabilidad, instrumentada mediante el control de determinados objetivos intermedios de cantidad de dinero, que se extiende a los demás países del área a través de sus respectivos objetivos cambiarios. Por consiguiente, cuando hablo de los problemas de asimetría que aquejan al Sistema, lo hago en otro sentido: me refiero, por una parte, a los desiguales grados de presión y de obligaciones de ajuste a que están sometidos, de un lado, los países fuertemente excedentarios en sus cuentas exteriores y, de otro, los países con balanzas de pagos más débiles; y me refiero también al insuficiente grado de cooperación alcanzado en relación con el establecimiento de unos objetivos básicos que reflejen una estrategia global compartida por todos los países miembros del Sistema.

Ambos temas están relacionados. Retomando el hilo básico de los problemas actuales del Sistema que antes he esbozado, es obvio que nadie debe intentar forzar a las autoridades alemanas a que renuncien a su objetivo de inflación cero y ni siquiera a que adopten políticas económicas más expansivas —especialmente, en el área fiscal—. Cabe comprender los factores demográficos, sociales y políticos que inspiran las actitudes alemanas al respecto. Ahora bien, la República Federal de Alemania es muy consciente de su posición como país líder del área económica comunitaria y no puede ignorar, por tanto, la repercusión de sus políticas sobre todos los países de la zona. Con esta perspectiva, no puede extrañar a sus dirigentes que, desde otras economías, se pida que adopten urgentemente medidas para que desaparezca su enorme superávit con el resto de la Comunidad, lo cual exige o una política presupuestaria más expansiva o una apreciación del marco. La primera alternativa sería sin duda preferible para el buen funcionamiento del sistema.

Se echan pues de menos en el SME unas normas más equilibradas que fuercen, dentro del mismo, un realineamiento eventual del marco en consonancia con el excedente exterior alemán y para alivio de las otras economías del área. Expansión o revaluación para el país fuertemente excedentario es una prescripción que repite la defendida por Lord Keynes en Bretton Woods, en 1944, frente a las actitudes, finalmente adoptadas, que defendía la delegación americana. No escuchar a Keynes en este punto, fue un error, según demostraron los hechos posteriores, y el error ha pasado al SME.

Por ello, en una futura reforma del Sistema debería contemplarse la obligación de los miembros con superávit de adoptar en plazos concretos de tiempo las medidas necesarias para restablecer unos equilibrios razonables, de la misma manera que los países con fuertes déficits tienen que adoptar medidas restrictivas y eventualmente pedir un reajuste de la paridad de su moneda. Mientras existiesen fuertes desequilibrios en las balanzas corrientes, los países superavitarios deberían tener que suministrar una financiación especial a los países deficitarios. De esta manera se aseguraría que el período de transición se desarrollase sin tensiones y se incitaría a los países con superávit excesivo a corregir rápidamente su situación.

A la larga, el buen funcionamiento de la unidad monetaria exigirá crear unas instituciones monetarias, con elementos de supranacionalidad, que alberguen el diseño de esa estrategia común en el área comunitaria —quizás un banco central con características similares a la Reserva Federal de Estados Unidos—. Hoy no están los tiempos aun maduros para ello; pero, en un horizonte breve y previsible, será preciso encontrar un marco de cooperación efectiva que se proponga objetivos más complejos que la simple estabilidad de los precios.

Estos son, insisto, temas básicos cuya discusión se intensificará en los próximos meses —tras las elecciones francesas, seguramente— y en la que debemos participar activamente, aunque la fecha de nuestra incorporación efectiva quede condicionada, de algún modo, a la evolución, en el próximo período, de las principales economías europeas, cuyo ritmo de desarrollo influye considerablemente sobre nuestras posibilidades de expansión y, por tanto, nuestra capacidad de superar, con mayor o menor facilidad, las etapas finales del proceso programado en nuestro acuerdo básico de adhesión a la Comunidad.

* * *

Igualmente importantes son los problemas relativos a la liberalización plena de los movimientos de capitales, tema distinto pero profundamente interrelacionado con el anterior y cuyo proyecto de Directiva ya ha comenzado a discutirse.

Desde el punto de vista de un país como España, que, aunque va notoriamente por delante de los compromisos inicialmente asumidos con la Comunidad respecto del desmantelamiento de los controles de capital preexistentes, aún dista de haber alcanzado una situación de plena libertad de dichas transacciones, la liberalización total de los movimientos de capital plantea dos tipos distintos de problemas.

El primero de ellos se refiere a los efectos iniciales, o «efectos-stock», que se expresarán en las reestructuraciones decididas por el público en sus carteras de ac-

tivos, al abríseles la posibilidad de acceder a una gama de activos más amplia. Se trata, obviamente, de un efecto que se produce de una sola vez y que, en mi opinión, no deberíamos temer en exceso. De hecho, los controles de los movimientos de capitales tienen una eficacia limitada en el mundo actual, y esa eficacia se vé, en todo caso, muy erosionada a largo plazo.

En consecuencia, yo preveo que tras la plena liberalización de los movimientos de capitales, la estructura de activos deseada por nuestros ahorradores no será muy distinta de la actual y no conducirá, por tanto, a salidas de capitales de gran importancia. En todo caso, esas salidas se verán parcialmente compensadas por reestructuraciones de cartera adoptadas por ahorradores extranjeros en favor de valores españoles, alentados por el compromiso de liberalización asumido por España.

Más importancia tendrá el hecho de que tras adoptar esa liberalización plena, los movimientos de capitales habituales –movimientos a corto plazo, inducidos por diferencias de tipo de cambio y por variaciones en las expectativas cambiarias– tenderán a hacerse más importantes, como lo muestran las experiencias recientes de Francia e Italia. Es, en este ámbito, donde tendrá mayores consecuencias el proceso de liberalización.

En la medida que aumenta la sensibilidad y, por tanto, la presencia de estos movimientos de capitales, se reforzarán las presiones sobre nuestra política económica para hacerla más disciplinada, más firme, más previsible. Cualquier desviación de nuestra política económica inducirá movimientos de capital a corto plazo que pueden ser perturbadores y que, si adquieren intensidad, pueden poner en peligro el objetivo de estabilidad cambiaria. En consecuencia, los márgenes de holgura de nuestra política económica se reducirán.

Puesto que esta pérdida de autonomía refuerza las restricciones derivadas de la adopción de un compromiso formal de estabilidad de los cambios, las discusiones sobre la Directiva de liberalización de los movimientos de capitales están interrelacionados con nuestra eventual incorporación al Sistema. Como lo están, con esa incorporación y con los temas más generales de nuestra integración, las discusiones relativas a la armonización fiscal y a la supervisión bancaria que la liberalización de los movimientos de capitales pone sobre el tapete con fuerza y premura. Todo ello, insiste, en resumen, en la conveniencia de participar intensamente en un conjunto de discusiones de la mayor relevancia y en las que nuestra posición se verá reforzada por un compromiso de incorporación al SME.

* * *

Entretanto, deberemos procurar que nuestra política económica sea coherente con ese proyecto de incorporación al Sistema y de liberalización de los movimientos

de capital y que nuestra política financiera facilite e impulse la transformación de nuestras instituciones con vistas al reto integrador. Concluiré añadiendo algunas palabras sobre ambos temas.

La llegada del año 1992, con la plena vigencia del Acta Unica Europea y el fin del período transitorio acordado en el momento de la integración en la Comunidad va a significar un hito para el sistema financiero español. Para el negocio bancario, en particular, va a representar la apertura total frente a las empresas competidoras de la Comunidad y la obligación de respetar una mutua reciprocidad en la concesión de licencias de establecimiento frente al resto del mundo. Un cambio tan notable requiere una profunda transformación de las instituciones de depósito, de manera que estén en disposición de competir en pie de igualdad con otros sistemas bancarios más desarrollados, exigiendo una respuesta conjunta de las entidades afectadas y de los poderes públicos.

Si se analiza la evolución del sistema financiero español durante los diez últimos años, se percibe claramente que esa transformación no es sino una profundización del camino que ya se ha recorrido. En efecto, cuando se recuerda la industria bancaria de mediados de los años setenta, inmersa en una grave crisis de solvencia y liquidez, fuertemente aislada del exterior y sujeta a los primeros impactos de una política monetaria recién implantada, y se la compara con las actuales entidades de depósito, cabe advertir los enormes cambios registrados en la vía de la modernización de nuestros mercados financieros.

La crisis bancaria, experimentada en la transición de las dos décadas, condujo a un proceso enérgico de saneamiento que, reforzado por la actuación de las autoridades, ha dado como resultado unas entidades de depósito con unos altos niveles de solvencia. Los criterios de estimación y provisión de los activos morosos, la adecuada dotación de los riesgos de cambio y la retención de beneficios para atender al buen fin de los riesgos con distintos países en vías de desarrollo, la previsión de las necesidades de fondos para cubrir los pagos de pensiones del personal y la precisa estimación y cobertura de la concentración de riesgos en los distintos grupos financieros han sido regulados y supervisados por las autoridades, que se han preocupado por lograr una industria bancaria dotada de una base de recursos propios suficiente y comparable con los estándares internacionales más exigentes.

La implantación de una política monetaria moderna ha creado las condiciones para la mejora de la gestión de tesorería, para el control de los ritmos de crecimiento de las inversiones y de la captación de recursos de las entidades, para la consolidación de los mercados interbancarios y el nacimiento de los mercados monetarios y, en definitiva, para la total libertad de los tipos de interés.

Por último, la creciente apertura hacia el exterior y la entrada en nuestro país de la banca extranjera han sido un acicate para la modernización del sistema bancario español, que se ha visto forzado a competir con empresas mejor dotadas tecnológicamente, y a mejorar la gestión de sus recursos.

Ahora bien, pese al camino ya recorrido, cabe afirmar que el reto que ha de afrontar el sistema financiero español dentro de cuatro años va a significar un aumento tan importante de la competencia exterior, que va a exigir una adecuación adicional del entramado regulador por parte de las autoridades y una profunda mejora de la gestión de las instituciones de crédito.

Después de las reformas que acabo de aludir, la regulación española soporta muy honrosamente una comparación internacional en todos sus apartados, con la excepción de los recursos inmovilizados por los coeficientes obligatorios y la esclerosis de nuestros mercados de valores. Obviamente, es difícil pedir a las entidades que compitan abiertamente, si se ven forzadas a destinar una parte sustantiva de sus recursos a la financiación del sector público. Es preciso, por lo tanto, abordar una rápida reducción de los coeficientes obligatorios y ello impone, inevitablemente, mejorar la financiación del sector público y fortalecer los mercados de deuda anotada.

Esta innovación, resultado de la eficaz colaboración del Tesoro y del Banco de España, ha permitido en un plazo muy breve de tiempo crear un mercado de deuda de los más modernos y eficaces de Europa, como hace poco señalaba una importante publicación extranjera. Quedan sin embargo por completar dos cuestiones importantes que supondrían la consolidación definitiva del mismo: me refiero a la ampliación, en volumen y número de agentes participantes en el segmento a largo plazo del mercado de la deuda; y a la implantación de una gama de posibilidades tales como las operaciones a plazo o la creación de mercados de futuro.

El sistema bancario, —bancos y cajas de ahorro— precisa de estos cambios para poder encajar en mejores condiciones la reducción de sus márgenes de intermediación que ha de experimentar en el futuro, y para poder ordenar la competencia en el otro núcleo de todo sistema financiero desarrollado: la actuación en el mercado de capitales. Pero necesita también proseguir mejorando sus técnicas de gestión ya que la innovación financiera que va a registrarse con el Mercado Unico supondrá un marco mucho más competitivo y difícil que el actual.

Inevitablemente, este proceso va a ser un proceso difícil y creativo. Las autoridades, por su parte, están dispuestas, como lo han venido demostrando en el pasado, a introducir las reformas que se precisen en la regulación, y a vigilar e incentivar las transformaciones que introduzcan las distintas entidades bancarias, de modo que el año 1992 no sponga un trauma para el sistema financiero español.

Sin duda la tarea más difícil estará en la adaptación de nuestra política de control del gasto a las nuevas condiciones de funcionamiento de la economía española. Y ello por una razón muy sencilla: sin un crecimiento relativamente rápido y sostenido, no será posible reducir sustancialmente el paro durante los próximos años, pero por otro lado una tasa elevada de desarrollo aumenta los peligros inflacionistas. Dicho en otros términos, mientras más ambiciosos seamos en cuanto a las tasas de crecimiento a conseguir, más necesario es que la política macroeconómica evite cualquier consolidación de los rebrotes inflacionistas que puedan surgir y simultáneamente mantengan un clima favorable para el esfuerzo inversor, imprescindible para aumentar la capacidad de la economía española de atender el crecimiento del gasto.

En un régimen de tipos de cambio estables, la política macroeconómica dispone de dos instrumentos: la política monetaria y la política presupuestaria. Ahora bien, la experiencia ha venido demostrando en todos los países industriales que en la práctica la utilización en circunstancias normales de la segunda para influir a corto plazo sobre la marcha del gasto nacional se enfrenta a dificultades tan grandes que a fin de cuentas la política monetaria es la única disponible. Por ello la tendencia en muchos países durante los últimos años ha sido hacia una política presupuestaria relativamente neutral.

No ha sido sin embargo ese nuestro caso, ya que las circunstancias que hemos vivido durante la última década han hecho que nuestro sector público haya tenido un papel claramente expansivo. Le ha tocado por ello a la política monetaria cargar de alguna manera con el peso de contener el aumento de la demanda dentro de límites compatibles con el objetivo de reducción de la inflación. De ahí el nivel de tipos de interés que hemos tenido que soportar durante estos años.

Pero el problema se ha complicado cuando la inversión, gracias al esfuerzo de saneamiento llevado a cabo, se ha recuperado, porque si bien ha habido un esfuerzo de reducción del déficit, la presión del aumento del gasto privado y público ha sido demasiado fuerte y no ha habido más remedio que continuar con unos tipos de interés elevados. Ello, unido a la confianza en el futuro de la peseta, ha desencadenado unas entradas de capital a corto que han complicado enormemente el control por parte del Banco de España de la liquidez del sistema y nos han enfrentado con un problema clásico de contradicción entre las consecuencias interiores y exteriores de la política monetaria.

A medio plazo, la única solución para este problema es una combinación más adecuada de las políticas presupuestaria y monetaria. No será ello una tarea fácil porque, como decía anteriormente, las demandas sociales que pesan sobre el Presupuesto son muy fuertes. Con todo, confío en que resolveremos, en el sentido adecuado, esa tensión entre la política presupuestaria y la política monetaria, ya que ello nos aseguraría una alta tasa de crecimiento durante los próximos años y el éxito en la andadura que nos queda por realizar desde ahora hasta 1992, cuando para bien de todos los europeos se haya convertido en realidad el Mercado Unico Europeo.