

Intervención de D. Luis Ángel Rojo, Gobernador del Banco de España, en el Almuerzo de Trabajo de APD

El Consejo Europeo, en su reunión celebrada en Madrid el pasado mes de diciembre, adoptó decisiones importantes para la clarificación de algunos aspectos del proceso de integración monetaria: la más llamativa fue la determinación del nombre de la moneda común; la más relevante fue la definición de las etapas y los rasgos básicos del escenario para la sustitución de las monedas nacionales por la moneda común. Esta última decisión está, a su vez, relacionada con los trabajos preparatorios de la Comisión y del Instituto Monetario Europeo sobre temas tales como la formulación y la instrumentación de la política monetaria, los mecanismos de intervención cambiaria, los sistemas de pagos, el diseño de billetes y monedas o los sistemas contables y estadísticos en el ámbito de la Unión Monetaria; estudios técnicos que se encuentran en fases muy avanzadas de elaboración y que, en muchos casos, quedarán cerrados durante el año en curso.

Sin embargo, transcurridas unas pocas semanas desde la reunión del Consejo Europeo, se han reavivado las dudas sobre la probabilidad de que un número suficiente de países esté en condiciones de cumplir los criterios de convergencia y de iniciar la Unión Monetaria en las fechas previstas; y se han multiplicado tanto las sugerencias sobre la forma en que deberían redefinirse o interpretarse los criterios de Maastricht como las opiniones favorables a un aplazamiento de todo el proceso.

Detrás de ese escepticismo está la constatación de que la gran mayoría de los países miembros de la Unión Europea incumplen, hoy, los criterios de convergencia, de que su cumplimiento en las fechas previstas requerirá, en muchos casos, esfuerzos importantes —sobre todo, en el ámbito presupuestario— y de que el debilitamiento de la demanda y la actividad europeas, observado desde el último verano, podría aumentar, si se consolida, las dificultades de los ajustes. Detrás del recrudecimiento de las dudas en las últimas semanas están la publicación de previsiones sobre algunas de las grandes economías europeas que han acentuado los temores sobre su evolución en los próximos meses, las dificultades encontradas por Francia para sacar adelante sus proyectos de reforma relacionados con la reducción del déficit público y los informes que aseguran que incluso Alemania habrá de realizar serios esfuerzos para cumplir los criterios de convergencia fiscales.

A todo lo anterior hay que añadir un clima en el que han influido la presentación frecuente de las políticas de estabilidad, en sí mismas de-

seables, como simples consecuencias de los requerimientos de Maastricht; la utilización de estos como excusa, en algunos casos, para abordar reformas necesarias pero impopulares cuya justificación y cuyas ventajas no han sido adecuadamente explicadas y negociadas; la interpretación, por algunos, del reciente debilitamiento de las economías europeas como un efecto de las políticas de convergencia y la defensa, por otros, de políticas expansivas de demanda para combatir el desempleo que harían más difícil el cumplimiento de los criterios de Maastricht en las fechas previstas.

Así pues, la situación es esta: tenemos un Tratado de la Unión Europea discutido y estudiado, aprobado por los jefes de Estado y de Gobierno, por el Parlamento Europeo y los Parlamentos nacionales, que incluye el proyecto de creación de la Unión Monetaria como pieza importante en el proceso de construcción europea y como elemento de consolidación del mercado único. El proyecto de Unión Monetaria ha adquirido una dinámica propia y su realización sigue contando con el respaldo de las autoridades de los países que se comprometieron a llevarla a cabo; pero también han surgido dudas e incertidumbres sobre la posibilidad o la conveniencia de que el proyecto se despliegue de acuerdo con el calendario acordado. Lo importante es que quienes reflexionen sobre tema tan complejo, lo hagan con clara conciencia de las opciones realmente abiertas y de las consecuencias de cada una de ellas. De modo que, adoptando un enfoque modesto, aunque espero que útil, me limitaré, esta tarde, a repasar brevemente esas opciones desde un punto de vista general y también desde una perspectiva española.

2

La reflexión sobre la Unión Monetaria permite comprender fácilmente la importancia del proyecto y, al mismo tiempo, su complejidad y sus riesgos. Se trata de un proyecto financiero sin precedentes históricos, pues no son tales ni las unificaciones monetarias históricas resultantes de uniones políticas o anexiones político-militares ni casos, a veces aducidos, como los de la Unión Monetaria Latina o el sistema clásico de patrón oro. La Unión Monetaria se crea sobre un área en la que persisten una pluralidad de Estados independientes —aunque hayan hecho dejación de algún elemento de soberanía en aras de un proyecto común—; y se crea con un ánimo de permanencia, basado en la interpenetración profunda de los sistemas monetarios y financieros de los países miembros, que hace mucho más difícil y costosa la salida de un país de la Unión de lo que era esa

salida, por ejemplo, en el sistema clásico de patrón oro. Los costes del fracaso del proyecto, una vez iniciado, serían muy graves; y los riesgos serán especialmente significativos en los primeros años del mismo. El rigor ha de presidir, por tanto, inevitablemente, la selección de los países participantes y unas normas consensuadas han de evitar que la Unión Monetaria, ya constituida, se vea perturbada por factores de inestabilidad —especialmente, de los procedentes del ámbito fiscal—.

Los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht no son perfectos ni están exentos de ambigüedad. Son susceptibles, sin embargo, de una interpretación razonable y normal, de sentido común, que responde, sin duda, a la que estaba en la mente de quienes elaboraron el Tratado y de quienes lo firmaron. Esa interpretación deberá utilizar los márgenes que ofrece el propio Tratado —que son especialmente significativos en el ámbito fiscal—; pero habrá de hacerlo de modo que no pueda entenderse que se está incurriendo en tratamientos discriminatorios, pues la selección de países no debe dar lugar a sentimientos de agravio, discriminación o división entre los países comunitarios.

Ahora bien, dentro de esos márgenes de interpretación, la aplicación de los criterios de convergencia habrá de ser estricta en cuanto a su cumplimiento en el período al que se refieren los datos relevantes —1996 y, sobre todo, 1997— y también en cuanto a la persistencia probable de ese cumplimiento en los años siguientes. Es obvio que el proyecto de creación de la Unión Monetaria tiene una carga política muy importante y que, por consiguiente, las decisiones básicas se verán afectadas por consideraciones políticas. Creo, sin embargo, que debe revisarse la confianza que mantienen algunos sobre la posibilidad de que la negociación política pueda, finalmente, relajar considerablemente la aplicación de los criterios de convergencia para conseguir la incorporación de un número mayor de países en su momento inicial. Por una parte, los informes técnicos preceptivos de la Comisión y del Instituto Monetario Europeo condicionarán y tenderán a acotar los márgenes de la negociación política; por otra parte, Alemania viene rechazando con énfasis una relajación en la aplicación de los criterios, presionada por el miedo de una parte importante de su población a que la moneda común sea menos estable que el marco; pero, al margen de consideraciones institucionales y de posiciones nacionales, la selección cuidadosa de los países, atendiendo al grado de estabilidad alcanzado y a su sostenibilidad, es necesaria para prevenir los riesgos de fracaso de la Unión Monetaria y las dudas de los mercados

respecto de la permanencia de sus componentes.

Claro está que la aplicación estricta de los criterios de convergencia, dentro de unos márgenes razonables de interpretación, hará restrictiva la selección de países. Al mismo tiempo, son ciertas la importancia de que el número inicial de países participantes en la Unión Monetaria sea suficientemente amplia y la imposibilidad de que la Unión se constituya con la ausencia de determinados países. Una incapacidad de las políticas de convergencia para cumplir los requerimientos de Maastricht con la amplitud y en las fechas previstas podría llevar, por tanto, a un grave problema al que habría que encontrar solución, aunque, de nuevo, sin renunciar a las exigencias de estabilidad. Ahora bien, quienes dudan de que las políticas de convergencia puedan llevar a la selección de un número adecuado de países en las fechas previstas y prevén un aplazamiento de todo el proceso no pueden ignorar las importantísimas bazas de la política europea que están implicadas en este tema. El aplazamiento significativo de un proyecto tan estudiado y avanzado como la construcción de la Unión Monetaria pondría en cuestión la probabilidad de avance en otros ámbitos de la política de la Unión Europea —como la defensa o la seguridad— al tiempo que se correría el riesgo de que la demora del proyecto monetario llevara a un relajamiento de las políticas de convergencia y, por tanto, a aplazamientos sucesivos generadores de más incertidumbre y más perturbaciones potenciales. Suponer que los países centrales del área realizarán los esfuerzos de convergencia necesarios para cumplir sus compromisos a tiempo y evitar así graves frustraciones y costes políticos continúa siendo, por consiguiente, la actitud más prudente.

3

Supongamos creada, en su día, la Unión Monetaria con un número suficiente de países. Pues bien, como ya he indicado antes, las exigencias de estabilidad no se refieren solamente a la aplicación de los criterios en la selección inicial de los países; se extienden también al funcionamiento de la Unión, una vez constituida esta.

Con una moneda y una política monetaria comunes, los mayores riesgos de inestabilidad pueden proceder del ámbito de las finanzas públicas a pesar de la vigencia de la cláusula *no bail out*, que excluye cualquier responsabilidad de un país miembro de la Unión ante los pagos financieros de otro, y a pesar de la prohibición de la financiación monetaria de los déficit

públicos. Tampoco basta, para excluir tales riesgos, la disciplina impuesta por los mercados, expresada principalmente a través de los tipos de interés —como muestra la experiencia histórica—. Será preciso, por tanto, llegar a algún acuerdo sobre estabilidad fiscal que obligue a los países miembros iniciales de la Unión y que se extienda a los otros países a medida que vayan incorporándose a la misma. Como saben ustedes, Alemania ha presentado ya un proyecto de Pacto de Estabilidad Fiscal y la Comisión de Bruselas lleva algún tiempo estudiando este tema. Caben pocas dudas de que se acabará llegando a un acuerdo que —según espero— compagine los elementos de disciplina orientados a situar las cuentas públicas cerca del equilibrio como norma básica con la flexibilidad deseable ante las fluctuaciones cíclicas y la posibilidad de *shocks* generales y regionales en la Unión.

Hay, adicionalmente, una necesidad de crear condiciones de estabilidad y certidumbre durante el primer tramo de la tercera fase del proyecto de Unión Monetaria, es decir, durante el período comprendido entre el momento de constitución de la Unión Monetaria, con su Sistema Europeo de Bancos Centrales y su política monetaria común, y el momento en que los billetes y monedas expresados en la moneda única europea comiencen a sustituir a los denominados en unidades monetarias nacionales. Como es sabido, ese período puede ser bastante largo, debido principalmente a las restricciones de tiempo impuestas por la fabricación de los nuevos billetes y monedas; su duración puede alcanzar los dos años y medio y hasta tres años. Es un período, durante el cual, la política monetaria común habrá de ser muy estricta y en el que será preciso prestar especial atención a los demás factores de los que depende la estabilidad general del sistema; pero es, además, un período que requiere normas legales comunitarias y compromisos efectivos de convertibilidad que susciten en los agentes económicos una total certidumbre sobre la irreversibilidad del proceso y la irrevocabilidad de los tipos de conversión adoptados.

Finalmente, tan pronto como se haya procedido a la primera selección de países y se haya iniciado, por tanto, el avance hacia la constitución casi inmediata de la Unión Monetaria, quedará planteado el problema de las relaciones entre los países que se hayan incorporado a la Unión Monetaria y los países que hayan quedado fuera de ella bien porque, disponiendo de una cláusula *opting out* incluida en el Tratado —casos del Reino Unido y Dinamarca—, hayan decidido ejercitarla, bien porque no hayan conseguido pasar la prueba de la selección, bien (caso más raro) porque, habiéndola pasado, no

consideren que están aún en condiciones de ofrecer una estabilidad sostenida. El problema reviste tanta importancia que sus líneas de solución habrán debido ser estudiadas y decididas antes de que se proceda a la selección inicial de países.

La existencia de estos dos grupos de países tendrá, en efecto, considerables repercusiones en el funcionamiento de la Unión Europea, con un alcance que dependerá, lógicamente, del peso relativo del grupo inicial. Cuanto menor sea la dimensión del núcleo fundador de la Unión Monetaria mayor será la influencia potencial de esta división. El adecuado tratamiento de las relaciones entre ambos grupos de países tiene una gran trascendencia para que la creación de la Unión Monetaria constituya un paso adelante en la integración europea y en la cooperación entre los estados miembros.

En esa situación, el núcleo de países consolidado como un área de estabilidad macroeconómica y con una moneda fuerte y estable ejercerá una especie de atracción gravitatoria sobre los países temporalmente excluidos. Estos se verán abocados a hacer de la convergencia con el núcleo inicial el elemento central de su política económica. Y ello no solo porque el Tratado de Maastricht impone esta obligación a los denominados «países con derogación», con el fin de preservar la cohesión y la integración de toda la Unión, sino porque, en esas circunstancias, los mercados penalizarán duramente las trayectorias divergentes.

El marco que defina las relaciones entre ambos grupos de países —cuyo tratamiento constituye uno de los principales puntos de la actual agenda europea— deberá favorecer que los países excluidos realicen el esfuerzo de convergencia sin verse baqueteados por una acusada inestabilidad de sus principales variables financieras como consecuencia del constante escrutinio por los mercados de sus resultados macroeconómicos y de sus posibilidades de converger y de acceder a la Unión Monetaria en un momento posterior.

Lo prioritario es evitar que la integración en la Unión Monetaria, en oleadas sucesivas, suponga un retroceso respecto del grado de integración económica conseguida con el mercado único, y que no introduzca fisuras en el grado de cohesión política alcanzado entre los estados miembros.

Si, por un lado, los países excluidos se ven en una situación en la que la atracción gravitatoria del núcleo les ha hecho perder, en realidad, gran parte de la soberanía en el manejo de su política económica y, a la vez, la valoración

cambiante de los mercados les hace sufrir turbulencias financieras recurrentes, serán inevitables oscilaciones cambiarias importantes que afectarán a los flujos comerciales de la Unión Europea, pudiendo perjudicar a las economías de ambos grupos de países.

Si, por otro lado, los países de la primera hornada van estableciendo reglas para el propio funcionamiento de la Unión Monetaria que se extienden a otros ámbitos de la cooperación económica, el acceso de los rezagados puede ser progresivamente más difícil y puede instaurarse una división de alcance político que minaría las bases del proyecto global de integración europea.

Para evitar cualquier posibilidad de que estos riesgos se materialicen, contraviniendo frontalmente la finalidad perseguida por la propia Unión Monetaria, es necesario que se defina un marco de relaciones que favorezca, a la vez, la solidez de la nueva moneda y las posibilidades de convergencia de los países inicialmente excluidos. Dicho marco de cooperación debe basarse en los compromisos de aproximación a los niveles de estabilidad de precios y equilibrio de las finanzas públicas requeridas para acceder a la Unión Monetaria y debe ofrecer los mecanismos adecuados para evitar fluctuaciones cambiarias excesivas, en la línea de las oportunidades que ofrece el actual Sistema Monetario Europeo.

De igual manera, las reglas de funcionamiento deberán ser especialmente cuidadosas a la hora de mantener la cooperación entre todos los países de la Unión Europea y de garantizar un tratamiento igualitario en las posibilidades de acceso a la Unión Monetaria.

4

Permítanme ustedes que les ofrezca ahora algunas conclusiones tras este breve repaso de problemas y opciones. De nuevo, no tengo más pretensión que la de contribuir a la reflexión sobre estos temas desde una perspectiva española, aunque no ocultaré mis puntos de vista.

Para comenzar, creo que es poco útil que nos pongamos a discutir ahora si el proyecto de creación de una 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 bastan-

tes 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 y cuenta con el compromiso de sus impulsores principales, de modo que lo único que los españoles podemos decir es si nos interesa o no.

La reflexión sobre si nos interesa o no nos interesa participar en la Unión Monetaria ha de considerar, a su vez, dos cuestiones: por una parte, qué ventajas y desventajas puede esperar o temer España de su ingreso en la Unión; por otra, cuáles serían las alternativas reales para España si decidiera quedarse fuera, no participar. De nuevo nos encontramos con el componente político del proyecto. Una Unión Monetaria constituida será necesariamente una pieza muy importante en el proceso de la unidad de Europa. ¿Puede concebirse el futuro de España al margen del proceso de unidad europea? Yo, rotundamente, no puedo imaginarlo, aunque no pertenezco a los fundamentalistas del europeísmo; pero no voy a detenerme en este tema básico, porque encontrarán ustedes, con facilidad, personas con mejores títulos que los míos para hablarles de él. Sí quisiera hacer unas consideraciones breves sobre los aspectos económicos del problema.

Creo que es razonable subrayar que, igual que sucede respecto de 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, propias de un proceso histórico dinámico, para que pueda concluir que los inconvenientes posibles pueden superar a las ventajas conocidas. No dispongo de tiempo para profundizar en el tema, pero si haré, por vía de ejemplo, un comentario sobre una advertencia, frecuentemente aducida, de la literatura tradicional sobre uniones monetarias. Me refiero a la advertencia, según la cual, en ausencia de una flexibilidad adecuada de costes y precios y de una elevada movilidad del trabajo en el área, un país miembro de la Unión que sufra el impacto de *shocks* adversos que lo afecten de modo específico puede enfrentarse con ajustes dolorosos por no poder depreciar su tipo de cambio real a través de la depreciación del tipo de cambio nominal. Dejo a un lado el tema importante de las dificultades de una depreciación del tipo de cambio real a través del tipo de cambio nominal si los salarios reales son rígidos y de su dudosa eficacia para corregir desequilibrios macroeconómicos internos y me centro en los *shocks* específicos o asimétricos. La literatura tradicional sobre unio-

nes monetarias se refería a *shocks* negativos que incidían sobre la demanda de exportaciones del país considerado; pero sus advertencias no son fácilmente aplicables a la Unión Monetaria Europea, donde cabe pensar que los *shocks* asimétricos más frecuentes serán *shocks* de política económica o *shocks* financieros impuestos por los mercados; y puede argumentarse que los *shocks* de política económica serán menos frecuentes si el país pertenece a la Unión Monetaria y que los *shocks* financieros, cuya reducción es seguramente el argumento más potente en favor de la Unión Monetaria, probablemente se agravan con las fluctuaciones cambiarias.

Con lo anterior solo 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. Así que, en mi opinión, la reflexión ha de desplazarse hacia la segunda cuestión a la que antes hacía referencia: ¿Qué cabe esperar de la alternativa a la Unión Monetaria Europea? Prescindo —de un modo artificial e inadecuado— de los aspectos políticos, generales y básicos del problema y reformulo la pregunta: ¿Qué podría esperar la economía española si, una vez constituida la Unión Monetaria, se mantuviera ajena a ella?

La respuesta a esta pregunta requiere, ante todo, tener bien claros los términos del dilema al que se refiere; es decir, requiere no incurrir en el error de enfrentar la incorporación a la Unión Monetaria con una alternativa utópica en la que España podría funcionar con una política económica autónoma y con plena capacidad para decidir el comportamiento de su tipo de cambio. Esa no es la alternativa real, efectiva, como he tratado de señalar antes. La Unión Monetaria, una vez constituida, actuará como un núcleo de atracción gravitatorio sobre los países del área que queden fuera de aquella —con una fuerza de atracción creciente a medida que, con el paso del tiempo, el núcleo se consolide y se amplíe—; y ello impondrá a España y a cualquier otro país excluido de la Unión Monetaria unas restricciones muy intensas orientadas a la convergencia. Al mismo tiempo, los mercados mantendrán bajo sospecha a esos países situados fuera de la Unión y estarán dispuestos a zarandear sus activos y sus monedas ante síntomas de divergencia o, en ocasiones —como los hechos han mostrado—, sin necesidad de esos síntomas; y esas perturbaciones financieras podrán incidir negativamente sobre los procesos de convergencia, acentuar las divergencias, y afectar, en general, negativamente a la estabilidad del país. Finalmente, los movimientos cambiarios de esos países

pueden afectar a sus relaciones comerciales con los países miembros de la Unión Monetaria y poner en cuestión su participación en el mercado único —posibilidad que se hace muy real cuando se recuerdan las recientes protestas, llevadas hasta Bruselas, de grupos de intereses que han denunciado como «competitivas» depreciaciones cambiarias impuestas por los mercados—.

No sé si ustedes consideran exagerada esta visión de las restricciones y los riesgos que habrán de afrontar las economías de los países que queden al margen de la Unión. A mí me parece, desde luego, mucho más cercana a la realidad probable que la visión de una economía ajena a la Unión, autónoma y capaz de cosechar grandes ventajas de su autonomía. Por ello, mi conclusión es que España debe aspirar, por razones económicas, a incorporarse a la Unión Monetaria cuando esta se constituya; y que, por los motivos que antes he señalado y por razones de prudencia, debe prepararse para realizar esa aspiración bajo los supuestos de que la selección de países se hará con una aplicación relativamente estricta de los criterios de convergencia y de que dicha selección se hará en las fechas previstas —porque nada sería tan penoso como autoexcluirse por un error en las conjeturas sobre el grado de disciplina y la fecha de la selección; por las razones que ya he señalado, la vida que los países retrasados

en su incorporación reciban de manos de los mercados puede ser muy difícil—.

La gran ventaja está en que el contenido de las políticas de preparación para la Unión Monetaria coincide con el de las políticas económicas que nuestro país debe desarrollar para asegurar un crecimiento sostenido en el futuro, con o sin Unión Monetaria. El objetivo de esas políticas no puede limitarse al cumplimiento de unos criterios para pasar un examen en una fecha determinada —como el estudiante que lleva la asignatura prendida con alfileres—. La pertenencia a la Unión Monetaria requiere persistencia, sostenibilidad en las políticas de estabilidad y mayores grados de flexibilidad en la economía; y esos son también los requerimientos para un mejor funcionamiento de nuestra economía en el futuro. Necesitamos políticas de estabilidad y orientadas a hacer más flexible nuestra economía, con un horizonte a medio plazo, como fundamentos para el crecimiento y la creación de empleo; y esas son también las políticas que nos llevan hacia la Unión Monetaria. Sin esas políticas, tendremos serias dificultades para ingresar en la Unión Monetaria o para vivir dentro de ella; pero igualmente las tendremos para vivir al margen de la Unión.

Muchas gracias.

8.2.1996.