
Conferencia del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en la clausura de las XXIII Jornadas de Mercado Monetario

Quisiera, en primer lugar, agradecer a *Inter-money* y a su equipo directivo la amabilidad de invitarme, una vez más, a pronunciar la conferencia de clausura de estas Jornadas.

En su vigesimotercera edición, las Jornadas de Mercado Monetario han centrado su atención en los problemas de la Unión Monetaria y han conseguido, para ello, la participación de un conjunto de muy destacados conferenciantes españoles y extranjeros. Me parece adecuado, por tanto, ajustarme a ese tema central en mi intervención. Lo haré procurando, por una parte, no incidir en aspectos que hayan sido presumiblemente tratados con algún detalle por quienes me han precedido en el uso de la palabra; y procuraré, por otra parte, no repetirme en exceso, de modo que eludiré detenerme en puntos sobre los que he expresado reiteradamente mi opinión en mis anteriores intervenciones públicas sobre el tema de la Unión Monetaria.

1

Como cabía esperar, a medida que se acercan las fechas definitivas para la selección de los países que habrán de integrarse, en su caso, en la Unión Monetaria el 1 de enero de 1999, aumentan las voces que expresan dudas y vacilaciones sobre el proyecto y sobre su ritmo temporal. Al fin y al cabo, la primavera del año 1998, momento en que se procederá a la selección inicial mediante la aplicación e interpretación de los criterios de convergencia, está, por así decirlo, a la vuelta de la esquina; y las cifras que basarán la aplicación de esos criterios serán las correspondientes al año actual —parcialmente, para el criterio de estabilidad cambiaria— y al año 1997 para todos ellos. Las fechas se nos echan encima, y las incertidumbres se ven alimentadas, primero, por la resistencia que los voluminosos déficit públicos han venido mostrando a su reducción y, después, por el notorio debilitamiento que han registrado, en mayor o menor medida, las tasas de expansión de la generalidad de las economías de la Unión Europea desde mediados del año pasado. No es de extrañar que en estas circunstancias se escuchen, con frecuencia, las opiniones de quienes, preocupados por la posibilidad de que este o aquel país o un número considerable de países del área no puedan cumplir los criterios de convergencia en las fechas previstas, sugieren una relajación en la interpretación de esos criterios o un retraso en la puesta en marcha del proyecto. Y tampoco puede extrañar que, junto a esas opiniones nacidas de la incertidumbre, se expresen otras, fundadas en un mayor escepticismo, que advierten sobre los efectos divisivos que la realización del proyecto

podría tener para los países de la Unión Europea o sobre los riesgos que correrían los países que se incorporasen prematuramente a la Unión Monetaria.

No cabe excluir, desde luego, que la evolución de las economías europeas continúe trayéndonos malas noticias en los próximos meses, que la recuperación esperada para la segunda parte de este año y para 1997 no se registre y que todo ello lleve a una dificultad adicional generalizada para el cumplimiento de los criterios fiscales de convergencia y para la selección de un número suficiente de países en las fechas previstas. Esta es, sin embargo, una posibilidad incierta frente a la que hay que destacar la firme voluntad política que continúan mostrando los principales países responsables del proyecto de desarrollar este al ritmo convenido, incluyendo la disposición a adoptar reformas nacionales importantes para conseguirlo. La inversión política realizada en el tema es muy grande. En medio de la incertidumbre, la probabilidad de que el proyecto se lleve adelante en los plazos acordados es aún dominante. Sería, por consiguiente, una irresponsabilidad, en mi opinión, que un país como España apostase, hoy, por un retraso en el esquema temporal programado.

Tampoco parece razonable esperar una relajación importante en la aplicación de los criterios de convergencia a la selección de países. Es cierto que dichos criterios —especialmente, los de carácter fiscal— contienen márgenes de interpretación, que esos márgenes se verán afectados por consideraciones políticas y que estas, a su vez, no dejarán de expresar el deseo de constituir la Unión Monetaria con un número elevado de países en las fechas previstas. El Profesor De Grauwe, que está hoy con nosotros, viene insistiendo, desde hace tiempo, en que los criterios de convergencia, tal y como han sido diseñados, no son necesarios ni suficientes para el éxito de la Unión Monetaria y en que este quedaría mejor asegurado mediante un reforzamiento de las instituciones monetarias de la Unión. El componente de verdad que hay, sin duda, en este modo de ver las cosas podría servir de base, en la selección de países, para moderar el énfasis en el cumplimiento de los criterios a cambio de reforzar los factores conducentes a la estabilidad dentro de la Unión Monetaria. El hecho es, sin embargo, que todo el proyecto de aproximación a la Unión Monetaria se ha basado en los criterios de convergencia; y que, por consiguiente, un relajamiento significativo en la interpretación de dichos criterios a la hora de seleccionar los países podría dañar seriamente la credibilidad de la Unión. No creo, en definitiva, que un país deseoso de incorporarse a la Unión Monetaria

deba graduar su política de convergencia sobre el supuesto de que, en el último momento, los criterios de selección vayan a aplicarse con laxitud.

He expresado ya estos puntos de vista en numerosas ocasiones, así que no me detendré más en ellos. Supondré, a partir de ahora, que los distintos países del área han hecho lo que han podido o lo que han querido por incorporarse a la Unión Monetaria y que esta se ha constituido en las fechas previstas, incorporando unos países y dejando fuera otros, bien porque estos últimos no hayan logrado pasar los criterios de selección, bien porque, habiendo podido hacerlo, hayan optado por quedarse al margen del proyecto. Dentro de estos supuestos, pasaré a desarrollar los temas que van a constituir el núcleo de mi intervención. Primero examinaré algunos aspectos de los problemas de estabilidad que habrán de afrontar los países incorporados a la Unión Monetaria; después, me referiré a los problemas que plantea la relación entre los países de la Unión Monetaria y los países que hayan quedado fuera de la misma. Debo aclarar, desde ahora, que se trata de problemas que aún están siendo discutidos en el seno de la Unión Europea y para los que no se ha llegado todavía a soluciones y acuerdos. Mi intención es exponerlos como temas de reflexión que ayuden a formarse una opinión sobre la totalidad del proyecto de la Unión Monetaria y que iluminen, al mismo tiempo, los problemas planteados en la selección de países y la situación en que se encontrarán los que, aspirando a ser miembros de la Unión, no lo hayan conseguido en el momento inicial.

2

En el marco de los supuestos que he indicado, la *etapa interina*, comprendida entre el momento en el que se anuncie el resultado final de la selección de países —decidida por el Consejo Europeo sobre la base de las recomendaciones del Consejo de Ministros, teniendo en cuenta los informes de la Comisión y del IME y el dictamen emitido por el Parlamento Europeo— y la fecha de constitución de la Unión Monetaria —fijada por el reciente Consejo Europeo de Madrid para el 1 de enero de 1999—, será un período difícil. En efecto, en un lapso de tiempo probablemente no superior a ocho meses será preciso ultimar los arreglos legales, institucionales y operativos necesarios para que el Banco Central Europeo pueda iniciar la política monetaria común, expresada en *euros*, desde el comienzo de la *tercera fase*; y, lo que es más importante, los mercados reaccionarán ante el resultado de la selección realizada. Por una parte, se moverán inducidos por sus expectati-

vas sobre los tipos irrevocables de conversión entre las monedas de los países seleccionados y el *euro* que habrán de regir a partir del 1 de enero de 1999; los mercados pueden no excluir la posibilidad de ajustes de última hora hasta que esos tipos de conversión sean definitivamente adoptados y anunciados. Por otra parte, los mercados reaccionarán respecto de las monedas y los valores de los países que hayan quedado al margen de la Unión, discriminando entre quienes hayan optado por la autoexclusión a pesar de cumplir las condiciones de acceso y quienes hayan sido excluidos por no cumplirlas. Dentro de este último grupo, el tratamiento que cada país reciba de los mercados dependerá, naturalmente, de la probabilidad apreciada de su acceso a la Unión en un futuro cercano, es decir, del grado de éxito de sus políticas de convergencia hasta el momento de la selección de países y de la apreciación por los mercados de su disposición a continuar sus esfuerzos en un sentido estabilizador. No hace falta decir que el castigo, menor o mayor, de los mercados a los países excluidos actuará en un sentido devaluatorio sobre sus monedas y alcista sobre sus tipos de interés y afectará negativamente al esfuerzo por reducir la tasa de inflación y mejorar las condiciones fiscales. Dicho de otro modo, el castigo de los mercados tenderá a perturbar los procesos de convergencia y a alentar los factores de divergencia de los países excluidos.

Dejemos atrás la *etapa interina* y avancemos ahora hasta el 1 de enero de 1999, fecha de constitución definitiva de la Unión Monetaria y punto de partida de la *tercera y última fase* del desarrollo del proyecto, que aún contiene, sin embargo, en sus primeros años, un período de transición. En el momento inicial de esta tercera fase entrarán en vigor los tipos de conversión a los que quedarán irrevocablemente ligadas las monedas respectivas de los Estados miembros de la Unión Monetaria, así como el tipo fijo irrevocable al cual el *euro* sustituirá a dichas monedas; el *euro* adquirirá, en esa misma fecha —como dice el texto del Tratado de la Unión—, el carácter de «moneda en sentido propio», aunque coexistirá con las respectivas monedas nacionales durante algún tiempo; en fin, el Banco Central Europeo comenzará inmediatamente a ejercer sus competencias e iniciará, especialmente, el desarrollo de la política monetaria común expresada en *euros*. En el momento final de la etapa de transición de la *tercera fase*, el *euro* habrá sustituido plenamente a las monedas nacionales del área; solo los billetes denominados en *euros* tendrán la condición de dinero de curso legal; los denominados en las antiguas unidades monetarias nacionales que aún no hayan sido canjeados perderán tal condición, aunque podrán ser presenta-

dos al canje en los bancos centrales nacionales sin límite de tiempo y podrán ser utilizados en las transacciones corrientes siempre y cuando los acepten los perceptores de los pagos. En definitiva, en el momento final de la etapa de transición de la *tercera fase*, la Unión Monetaria será una realidad plena.

Permitánme que destaque, ahora, algunos rasgos básicos de los primeros años de esta *tercera fase*, que son importantes para lo que quiero subrayar a continuación.

Los primeros tres años y medio, aproximadamente, de la *tercera fase* constituyen —como decía— una etapa de transición que se subdivide en dos períodos a los que voy a denominar, para abreviar, *fase 3-1* y *fase 3-2*, respectivamente. La *fase 3-1*, que se inicia el 1 de enero de 1999, tendrá una duración de dos y medio a tres años; la *fase 3-2* tendrá una duración prevista de seis meses. El rasgo característico de la *fase 3-1* es que, en ella, coexistirán el *euro* y las monedas nacionales y solo los billetes expresados en estas últimas —que serán los únicos que circulen— tendrán la condición de dinero de curso legal, pues aún no se habrá iniciado su sustitución por billetes denominados en *euros*. Esa sustitución es el contenido característico de la *fase 3-2*.

Esto significa que, en la *fase 3-1* —que es el período en el que quiero centrar mi atención—, el Sistema Europeo de Bancos Centrales, es decir, el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales Nacionales de los países miembros de la Unión Monetaria iniciarán el desarrollo de la política monetaria común mediante operaciones que, como las que practiquen en los mercados de cambios, estarán denominadas en *euros*. Los Bancos Centrales Nacionales ofrecerán, sin embargo, facilidades de conversión que permitan redenominar las cantidades expresadas en *euros* en cantidades expresadas en las correspondientes monedas nacionales a las entidades con las que operen por tales conceptos. Estas entidades podrán, por tanto, continuar operando en moneda nacional, si así lo desean, a efectos de su propia contabilidad. Hay que prever que la denominación de las transacciones en *euros* tenderá a propagarse voluntariamente desde el mercado interbancario hacia los productos y transacciones de las entidades bancarias y hacia los distintos segmentos de los mercados de dinero y de capitales. El principio básico, durante la transición, es que los agentes privados no podrán ser obligados a utilizar el *euro* en sus transacciones ni se les podrá impedir que los utilicen si así lo desean. Solo a la hora de tener que realizar pagos en dinero de curso legal durante la *fase 3-1* será insustituible el dinero expresado en unidades

nacionales, puesto que el expresado en *euros* no habrá entrado todavía en circulación. En cuanto a los Gobiernos, comenzarán a emitir su deuda pública denominada en *euros* en la fase 3-1; pero, aunque podrán aceptar ingresos expresados en *euros* de modo discrecional en esta etapa, solo estarán obligados a pasar a *euros* la totalidad de sus ingresos y sus pagos en algún momento de la fase 3-2, cuando esté suficientemente avanzado el proceso de sustitución de los billetes y las monedas nacionales por los billetes y monedas denominados en *euros*.

La fase 3-1 es, en definitiva, una etapa de coexistencia de monedas. Y es también una etapa de duración muy larga, porque tres años son casi una eternidad en cuestiones monetarias. Este es, sin embargo, el plazo que necesitan las fábricas de moneda para producir la gran masa de billetes y moneda metálica, denominada en *euros*, que habrá de sustituir a los billetes y monedas nacionales durante los seis meses de la fase 3-2.

Ahora bien, un período considerablemente largo de coexistencia de monedas no está exento de riesgos para la Unión Monetaria y para los países a ella incorporados. Tanto el *euro* como las monedas nacionales podrán ser utilizados, durante el período, como unidades de cuenta y como medios de pago; «serán —en palabras del Consejo Europeo— expresiones diferentes de lo que es, económicamente, la misma moneda». Pero ese vínculo económico, referido a los tipos de conversión irrevocablemente adoptados, podría ser puesto a prueba por los mercados si estos comenzaran a sospechar que uno u otro país podría abandonar la Unión, antes de la sustitución plena de las monedas, bien porque encontrase demasiado dura su permanencia en la Unión, bien porque juzgase que esta está proporcionando una estabilidad monetaria inferior a la esperada. En tal caso, la aparición de premios y descuentos entre monedas, respecto de los tipos de conversión acordados, e intensos desplazamientos del público de unas a otras podrían generar graves problemas.

Estos riesgos pueden reducirse —y, deseablemente, eliminarse— con una legislación comunitaria adecuada que haga que el vínculo entre el *euro* y las monedas nacionales sea no solo económico, sino también legal, es decir, que transforme la irrevocabilidad de los tipos de conversión en una equivalencia legalmente exigible. Se trataría, en definitiva, de que la legislación comunitaria asegurase que cualesquiera tipos de conversión distintos de los oficiales no pudieran beneficiarse de la posibilidad de ser exigidos recurriendo a la autoridad de los Esta-

dos y, en particular, a través de los tribunales. Dicho de otro modo, se trataría de que no existieran acciones legales para exigir tipos de conversión distintos de los oficiales entre el *euro* y las monedas de los países participantes o entre estas últimas —excepto, naturalmente, que tales tipos de conversión hubieran sido convenidos antes de la adopción oficial de los tipos de conversión irrevocablemente fijos—. La forma más idónea de conseguir tal objetivo está aún en proceso de estudio en manos de los juristas. Hay quienes entienden que lo más adecuado sería que la legislación comunitaria definiese el *euro* como la moneda común a todos los países de la Unión Monetaria y las monedas nacionales respectivas fueran definidas como simples expresiones distintas de esa moneda común legalmente única. En tal caso, la relación entre cualquier moneda nacional del área y el *euro* sería similar a la existente, por ejemplo, entre el chelín inglés y la libra esterlina.

No soy jurista y el tema está aún pendiente —como ya he dicho— de discusión y acuerdo; así que no me detendré más en él. Pienso, sin embargo, que, cualquiera que sea la decisión finalmente alcanzable en este tema legal, los riesgos potenciales de inestabilidad en el área de la Unión Monetaria habrán de conjurarse, en último término, en el terreno económico. Esto requerirá que el Banco Central Europeo y el Sistema Europeo de Bancos Centrales formulen y desarrollen, especialmente en los primeros años de la Unión, una política monetaria firme y claramente orientada al logro de la estabilidad de los precios. Y requerirá también unas políticas fiscales nacionales que respondan al criterio de estabilidad.

Cuando se elaboró el Tratado de Maastricht, sus redactores consideraron que la prohibición de la concesión de cualquier tipo de créditos por el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales Nacionales en favor de instituciones u organismos comunitarios o de los Sectores Públicos nacionales; la prohibición paralela de acceso privilegiado a las instituciones financieras por los mismos beneficiarios potenciales; la introducción de la cláusula *no bail-out*, por la cual, la Comunidad y los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de otro Estado miembro y, en fin, el procedimiento de déficit excesivos bastarían, junto con la presión ejercida por los mercados, para condicionar las políticas fiscales de los países miembros de la Unión Económica y Monetaria en un sentido estabilizador adecuado. Sin embargo, los años han pasado, las dificultades para reconducir los déficit de las cuentas públicas a niveles razonables se han hecho evidentes y, con ellas, han aumentado los temores a

la persistencia de los problemas fiscales y a sus posibles consecuencias monetarias en el seno de la Unión Monetaria. No cabe extrañarse, por tanto, de que, al aproximarse las fechas previstas para la constitución de la Unión, diferentes países, impulsados principalmente por Alemania, hayan propuesto que los Estados que se incorporen a la Unión firmen un pacto de estabilidad fiscal que vaya más allá de lo contenido en los criterios de convergencia fiscal requeridos para el acceso al área de moneda única.

Como saben ustedes, la propuesta de pacto —que está siendo actualmente discutida— se refiere solamente al déficit público, no a la relación deuda/producto; y aspira a que los Estados admitidos al seno de la Unión asuman el compromiso de situar, a medio plazo y como objetivo normal, el déficit de sus cuentas públicas en un 1 % del PIB o, quizás de un modo menos preciso, muy cerca del equilibrio presupuestario, aceptando un límite máximo del 3 % del PIB para las fluctuaciones del déficit cuya superación solo sería posible en circunstancias excepcionales. Están en discusión varios aspectos de la propuesta: forma normativa que debería adoptar el acuerdo, margen otorgado al componente cíclico de las fluctuaciones del déficit, sistema de supervisión, posibilidad de sanciones, etc.; pero no hay duda de que se llegará a un acuerdo sobre las líneas básicas de la propuesta.

Cabe prever, en definitiva, que la Unión Monetaria esté sometida, desde un primer momento, a políticas y restricciones estrictas de sentido estabilizador, orientadas a prevenir los riesgos a que aquella podría verse sometida. Seguramente es cierto —refiriéndome, de nuevo, a las sugerencias del Profesor De Grauwe— que la existencia de políticas y restricciones de orientación firmemente estabilizadora es más importante para el buen funcionamiento y continuidad de la Unión, especialmente en sus primeros años, que la insistencia en la aplicación rigurosa de los criterios de convergencia a la hora de la selección de los países. Pero repito que, en mi opinión, el temor a los riesgos de inestabilidad y de pérdida de credibilidad de la Unión, especialmente, en sus primeras etapas, tenderá a poner un límite cercano a la aplicación flexible de los criterios y a insistir en las expectativas de continuidad en la convergencia. De ello, y del impulso político que subyace al proyecto, cabe deducir dos conclusiones importantes: primera, que el número de países inicialmente seleccionados será relativamente limitado; y, segunda, que un país que desee incorporarse a la Unión en las fechas previstas deberá per-

sistir en sus esfuerzos de convergencia sin confiar en laxitudes improbables.

3

Supongamos, en definitiva, que la selección operada en la primavera de 1998 deja fuera de la Unión Monetaria un cierto número de países —aparte de aquellos que se hayan reservado la opción de quedar, al menos temporalmente, fuera del proyecto, aunque cumplan los criterios de convergencia—. La Unión Europea quedará así escindida en el bloque de países incorporados a la Unión Monetaria y los demás países. La relación entre aquel bloque y estos últimos se caracterizará por una fuerte asimetría en favor del primero, cualquiera que sea la composición del mismo que uno conciba dentro de las alternativas probables y factibles: su peso económico relativo será mucho mayor, la homogeneidad de sus políticas económicas será notable y sus intereses se formularán, expresarán y ejercerán por cauces en buena medida unitarios frente a las situaciones y los intereses dispares de los países que hayan quedado fuera de la Unión Monetaria.

No cabe duda de que todo esto genera riesgos de división en la Unión Europea. Tampoco hay duda, sin embargo, de que todos los países del área estarán interesados en que esa división no se produzca. El Tratado de Maastricht considera la situación de los países no incorporados a la Unión Monetaria como una situación transitoria que deberá superarse con la cooperación de todos: de los países inicialmente marginados que quieran acceder a la Unión, quienes desearán una incorporación lo más pronta posible, por razones tanto políticas como económicas; y de los países pertenecientes al bloque de la Unión, quienes estarán interesados en no dificultar el acceso de los que hayan quedado fuera y en ampliar la Unión para asegurar la estabilidad cambiaria y el buen funcionamiento del mercado interior comunitario. Dada la asimetría de la situación —que ya he señalado—, el contenido básico de la cooperación del lado de los países deseosos de incorporarse a la Unión Monetaria en un breve plazo habrá de consistir en el mantenimiento de los esfuerzos orientados a la convergencia, aceptando la fuerza atractiva de las políticas del bloque de la moneda única. Su interés estará en lograr acuerdos cooperativos con dicho bloque que les ayuden en esos esfuerzos de convergencia y que les proporcionen apoyo frente a ataques cambiarios especulativos, no justificados por desviaciones en sus políticas de convergencia, pero que pueden, sin embargo, dificultar estas por sus efectos últimos sobre las tasas de inflación y los déficit públicos. Cuanto más firmes y

claros sean esos acuerdos cooperativos, más favorables serán las expectativas de los mercados respecto del pronto acceso de esos países a la Unión y, por tanto, más tranquilo y más rápido será su camino hacia ese objetivo.

El interés en esos acuerdos, especialmente en el terreno cambiario, también se da del lado de los países integrados en el bloque de la moneda única. Es cierto que la necesidad de mantener la credibilidad estabilizadora de la Unión obliga a prevenir que el Banco Central Europeo pudiera incurrir en expansiones monetarias excesivas, inducidas por intervenciones en favor de monedas de países aspirantes a la Unión. No hay que exagerar esa posibilidad, dada la diferencia entre la dimensión económica de la Unión y las de los países cuyas monedas tendría que defender, parcialmente, en su caso, el Banco Central Europeo; pero existe aquí, claramente, un peligro que ha de ser origen de una restricción a las intervenciones. Ahora bien, los países pertenecientes a la Unión están muy interesados en evitar lo que los grupos de intereses de algunos países comunitarios han venido en denominar «devaluaciones competitivas». Se trata de una denominación impropia, puesto que la gran mayoría de las depreciaciones registradas en el área han sido impuestas por los mercados, no por la voluntad de las autoridades en intentos de «empobrecer al vecino». Está claro que lo que los países de la Unión pueden temer son depreciaciones impuestas por los mercados, sin base en los fundamentos económicos, que mejoren, durante períodos largos, la competitividad de los países afectados como consecuencia del retraso en los ajustes de costes y precios interiores; pero este es también el tipo de perturbación cambiaria que los países aspirantes a ingresar en la Unión han de temer, como hemos visto, por sus efectos perturbadores sobre sus políticas de convergencia. Hay, pues, un área común de intereses que justifica el esfuerzo por llegar a un [acuerdo respecto de un sistema cambiario que](#) ayude a evitar perturbaciones que para nadie son deseables y que contemple intervenciones que no generen problemas de control monetario al Banco Central Europeo, pero que permitan que los ajustes a los ataques cambiarios no justificados no los soporten solamente los países directamente afectados.

La conclusión de ese acuerdo cambiario plantea problemas de interpretación de los textos comunitarios y no deja de suscitar reservas por parte de algún país.

El texto de Maastricht indica que el actual mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo dejará de existir al comienzo de la *ter-*

cera etapa del proceso de avance hacia la Unión Monetaria, es decir, el 1 de enero de 1999. Al mismo tiempo señala, sin embargo, que los países inicialmente excluidos pero aspirantes a incorporarse a la Unión serán examinados una vez cada dos años, como mínimo, o a petición de cualquiera de ellos para decidir si reúnen ya las condiciones necesarias para su incorporación. Ese examen habrá de basarse en los mismos criterios aplicados en la selección inicial de países; y uno de tales criterios es el referente al tipo de cambio, que requiere «el respeto, durante dos años como mínimo, sin que se haya producido devaluación frente a la moneda de otro Estado miembro, de los márgenes normales de fluctuación que establece el mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo». Así que, por una parte, desaparece el mecanismo de cambios del Sistema y, por otra, se exige a los países aspirantes que cumplan una condición que implica la continuidad de dicho mecanismo y de sus «márgenes normales» después del 1 de enero de 1999.

La contradicción puede, sin duda, resolverse con buena voluntad. Así lo entendió el Consejo Europeo de Madrid, el pasado mes de diciembre, al decidir que «las relaciones futuras entre Estados miembros participantes en el área del euro y los países no participantes habrán de ser decididas antes del paso a la tercera etapa» y confiar su estudio a la Comisión y al EMI. Esas relaciones futuras incluirán, con toda seguridad, un acuerdo cambiario basado en el doble soporte de un acuerdo entre Gobiernos y un acuerdo entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales de los países no participantes en la Unión Monetaria.

No todos los países del área son partidarios de ese acuerdo cambiario si la pertenencia al mismo va a considerarse necesaria para que un país inicialmente excluido —o autoexcluido— pueda cumplir el criterio de estabilidad del tipo de cambio requerido para incorporarse, más tarde, a la Unión. El Reino Unido, por ejemplo, que vivió una mala experiencia con el mecanismo de cambios del SME hasta su abandono final, se resiste a cualquier tipo de acuerdo que le obligara a volver a un sistema de paridades y bandas como paso previo para incorporarse, en su día, al área del euro. Preferiría, al menos para sí mismo, un sistema de libre flotación: las políticas firmemente orientadas a la estabilidad de precios —se argumenta— conducirían a la estabilidad cambiaria; y el criterio de estabilidad del tipo de cambio para acceder, en su día, a la Unión podría juzgarse con una medida *ex post* de variación de la moneda correspondiente.

La mayoría de los países del área preferirán, sin embargo, probablemente, un acuerdo cambiario que fije paridades de las monedas de los países no participantes en la Unión respecto del *euro* y bandas de fluctuación respecto de dichas paridades. Personalmente —y lo digo así porque el estudio de estos problemas está en sus primeras fases—, preferiría unas bandas anchas, porque la experiencia de los últimos años muestra que las bandas estrechas atraen la especulación cambiaria, y unas solas bandas, porque la pluralidad de bandas con amplitud distinta para diferentes grupos de países sería, en mi opinión, perturbadora. Ello no excluye que un país que quisiera mantener la evolución de su moneda muy pegada al *euro* pudiera llegar a un acuerdo bilateral con el Banco Central Europeo para practicar unas bandas de fluctuación más estrechas. Por otra parte, la amplitud de las bandas —similar a la de las actualmente practicadas— no excluiría que el criterio de estabilidad del tipo de cambio se juzgase por alguna medida *ex post* de variación del tipo de cambio en el período de referencia.

El fundamento de este acuerdo cambiario habría de ser tal que los países aspirantes a incorporarse a la Unión asumiesen unas obligaciones estrictas de convergencia compensadas por un apoyo condicional del Banco Central Europeo frente a ataques cambiarios especulativos. Este apoyo condicional respondería a un conjunto de criterios de este tipo: primero, la participación del Banco Central en las intervenciones no debería poner en peligro su capacidad para instrumentar su política monetaria de estabilidad; esta condición habría de ser especialmente relevante para las intervenciones marginales, que podrían verse, por consiguiente, suspendidas si el peligro indicado se hiciera presente. Segundo, las intervenciones del Banco Central Europeo habrían de estar condicionadas a una salud básica de las variables económicas fundamentales del país cuya moneda fuera atacada; si este ataque se debiera, por el contrario, a un desajuste de la paridad ante un deterioro de dichas variables, el Banco Central Europeo debería comunicar al país afectado su voluntad de no intervenir e incluso sugerirle la rápida adopción de un cambio de paridad. Tercero, el Banco Central Europeo debería estar dispuesto a participar en las intervenciones cuando los ataques cambiarios tuvieran un carácter especulativo y no estuvieran justificados por un desajuste resultante de un deterioro de los fundamentos económicos; estas intervenciones, básicamente intramarginales —es decir, practicadas en el interior de las bandas—, estarían condicionadas a la disposición del país afectado a no esterilizar sus intervenciones, es

decir, a mover sus tipos de interés a corto plazo para defender su moneda.

Un acuerdo cambiario de este tipo, ligado a la asunción de obligaciones rigurosas de convergencia por parte de los países excluidos de la selección inicial pero deseosos de participar en la Unión, debería estar concluido antes del momento en que se decida dicha selección. Un acuerdo equilibrado iría en interés de todos los países, pero sería especialmente atractivo para los países aspirantes, que verían reducida la penalización impuesta por los mercados ante su exclusión y facilitado su camino de acceso a la Unión.

Es obvio que cuanto más rigurosas sean las obligaciones de estabilidad y convergencia que asuman dichos países, mejor será su tratamiento por los mercados y más rápida será su incorporación al área del *euro*. En este sentido se han sugerido posibilidades que irían desde la conclusión de acuerdos de asociación hasta, en el grado de mayor rigor —en una propuesta avanzada por el Profesor Daniel Gros, que está hoy con nosotros—, la transformación de los bancos centrales de los países aspirantes en *currency boards*, con paridades definitivamente fijadas de sus monedas respecto del *euro* y masas monetarias determinadas por la evolución de sus reservas exteriores en términos de la moneda única. No entraré en este tema, que plantea problemas difíciles de carácter legal y político.

Concluyo ya mi intervención. He querido adentrarme en algunos aspectos del proyecto de Unión Monetaria que son habitualmente menos tratados fuera de los círculos —públicos o privados, académicos o de analistas de mercados— que están más cerca de estos temas. Mi deseo ha sido, como decía al principio, ofrecer material para la reflexión sobre el conjunto del proyecto. Mi intención —no oculta— ha sido señalar que si un país está firmemente decidido a incorporarse a la Unión Monetaria ha de mostrarse también dispuesto a hacer los esfuerzos necesarios para tratar de estar, preferiblemente, entre los países seleccionados en la primera hornada, sin apostar a retrasos en el proyecto o a relajamientos importantes en la aplicación de los criterios de convergencia; ha de tener conciencia de que la incorporación a la Unión supondrá la aceptación de políticas muy firmes de estabilidad, sin las cuales, un proyecto tan complejo podría fracasar; y ha de tener claro que la exclusión de la selección inicial situaría al país ante el probable rigor de los mercados o, para conjurar tal rigor, ante una etapa de redoblada disciplina en el marco de unos acuerdos que abrevien una situación concebida como transitoria y que faci-

liten el acceso de los aspirantes a la Unión. A juzgar por la rápida lectura de los resultados de la excelente encuesta sobre la Unión Monetaria, preparada por *Intermoney* para estas Jornadas, son bastantes los que comparten estos puntos de vista.

Muchas gracias, señoras y señores, por su atención. Queda así clausurada la vigesimotercera edición de las Jornadas de Mercado Monetario.

Granada, 24 de mayo de 1996.