

informe
sobre la convergencia

marzo 1998

BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España difunde algunos de sus informes más importantes
a través de las redes INTERNET e INFOVÍA.

Las direcciones del servidor de información WWW en estas redes son:
<http://www.bde.es> y <http://www.bde.inf>, respectivamente.

Índice

	<i>Páginas</i>
1. Resumen y conclusiones.....	5
2. La convergencia de la economía española	12
2.1. El criterio de inflación	12
2.2. El criterio de las finanzas públicas	14
2.3. El criterio de estabilidad cambiaria.....	16
2.4. El criterio de tipos de interés.....	17
2.5. Valoración.....	18
3. La convergencia en los países de la UE	19
3.1. El criterio de inflación	19
3.2. El criterio de las finanzas públicas.....	21
3.3. El criterio de estabilidad cambiaria.....	25
3.4. El criterio de tipos de interés.....	26

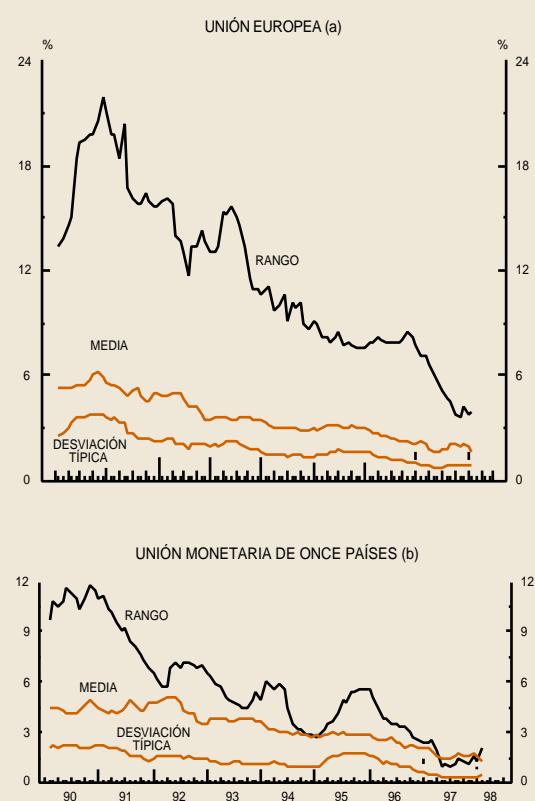
1. Resumen y conclusiones

De acuerdo con el Tratado de la Unión Europea (TUE), para la constitución de la Unión Monetaria, el 1 de enero de 1999, es necesario un análisis del estado de la convergencia en los países de la UE, que determine cuáles de entre ellos están en condiciones de adoptar el euro como moneda común. Resulta satisfactorio constatar que, en la primavera de 1998, la gran mayoría de los países del área ha alcanzado un elevado grado de convergencia, de acuerdo con los criterios establecidos en el Tratado. Puede afirmarse incluso que, en la historia reciente de Europa, la convergencia —entendida en un sentido global— nunca ha sido tan elevada como en el momento presente, lo que augura un inicio de la Unión Monetaria sobre bases sólidas: el euro se implantará en un área amplia, que ha alcanzado tasas de inflación bajas, cuyos tipos de interés son también moderados —lo que indica expectativas de que la estabilidad nominal alcanzada se mantendrá en el futuro—, cuyos tipos de cambio se han mantenido, en general, muy estables durante un período prolongado y cuyas finanzas públicas —que se habían deteriorado preocupantemente en los últimos años de la década pasada y en los primeros de la presente— están en proceso de consolidación. Esta valoración positiva de las condiciones de inicio de la Unión Monetaria no debe, sin embargo, ocultar que queda camino por recorrer, sobre todo en dos aspectos: por un lado, los países de la UE deben perseverar en los procesos de saneamiento de sus finanzas públicas; por otro lado, es preciso también profundizar en las reformas estructurales, tendentes a dotar a estas economías de una mayor flexibilidad y de una mejor capacidad de adaptación a las condiciones cambiantes de unos mercados mundiales cada vez más integrados.

Los criterios de convergencia se establecieron en el TUE para garantizar unas condiciones macroeconómicas armonizadas entre los países que fueran a adoptar la moneda europea; esta armonía facilitaría la adopción de políticas comunes y evitaría que los desequilibrios de algunos países pudieran afectar negativamente a la estabilidad del área, tanto por su impacto sobre ellos mismos —ya que, al no haber alcanzado una convergencia suficiente, no estarían en condiciones de asumir la política monetaria común sino con costes muy elevados— como por el riesgo de contagio sobre los demás. Se diseñaron, con este propósito, unos criterios exigentes, definidos de una manera minuciosa, para garantizar un tratamiento equitativo de todos los países. No obstante su precisa definición, se incorporaron en el Tratado ciertos márgenes de flexibilidad en la valoración del cumplimiento de algunos criterios, singularmente en el ámbito fiscal, para acomodar desarrollos

GRÁFICO 1

Convergencia de los países de la Unión Europea en materia de precios



Fuente: Banco de España.

(a) Formada por los 15 miembros actuales.

(b) Los 15 miembros de la UE, salvo Reino Unido, Suecia, Grecia y Dinamarca.

inesperados que pudieran exigir alguna interpretación. Como es bien sabido, las variables principales mediante las cuales se evalúa la convergencia son la tasa de inflación, los tipos de interés a largo plazo, el tipo de cambio y las finanzas públicas.

Respecto a la tasa de *inflación*, el Tratado establece que «el criterio de estabilidad de precios se entenderá en el sentido de que los Estados miembros deberán tener un comportamiento de precios sostenible y una tasa promedio de inflación, observada durante un período de un año antes del examen, que no exceda en más de un 1,5 % la de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. La inflación se medirá utilizando el índice de precios de consumo (IPC) sobre una base comparable, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales».

En los últimos años, los países de la UE han mantenido, en su conjunto, tasas de inflación decrecientes, al tiempo que ha disminuido también la dispersión de sus resultados. Como puede observarse en el gráfico 1, en comparación con la situación a principios de la presente década, la tasa de inflación media de la UE ha pasado de niveles superiores al 5 % a situarse en torno al 2 %, tasa generalmente considerada compatible con la estabilidad de precios. Los indicadores de dispersión —como el rango o la desviación típica— muestran una tendencia casi continuada al descenso a lo largo de la década.

Los buenos resultados recientes en materia de estabilidad de precios son atribuibles, en la mayoría de los países de la UE, al mantenimiento de políticas disciplinadas y rigurosas. En particular, en el ámbito de las políticas monetarias, la creciente autonomía de los bancos centrales, la orientación de sus políticas al objetivo de estabilidad de precios en un horizonte de medio y largo plazo y la elevada estabilidad de los tipos de cambio han contribuido a moderar los aumentos de costes y precios y —lo que es posiblemente más importante— han ido dotando a estas políticas de una creciente credibilidad ante los agentes de la economía, que se ha traducido en reducidas expectativas de aumentos de precios. Por otro lado, la consolidación fiscal reciente ha contribuido también significativamente a la estabilidad nominal, tanto por vía directa, a través de la demanda, como indirectamente, por su impacto sobre las expectativas. La estabilidad de precios alcanzada en la mayoría de los países de la UE no es solo el resultado de las políticas de demanda: las reformas estructurales acometidas en los últimos años, que, en general, han conducido a una creciente liberalización de los mercados y a un aumento de la competencia y del grado de apertura frente al exterior de las economías europeas, en un marco de creciente concurrencia de otras áreas del resto del mundo, han desempeñado también un papel destacado en este proceso.

Como resultado de todo lo anterior, la mayor parte de los países de la UE ha alcanzado tasas de inflación significativamente inferiores al valor de referencia establecido en el Tratado, que se ha situado en el 2,7 %, resultado de añadir 1,5 puntos a la media de los tres países más estables (Austria, Francia e Irlanda). En concreto, 14 países —todos los de la UE, excepto Grecia— se han situado por debajo de ese umbral en términos del indicador relevante en el período de referencia (la tasa media anual entre febrero de 1997 y enero de 1998). En general, los 14 países que han cumplido este criterio lo han hecho con holgura. España ha al-

canzado una tasa de inflación del 1,8 %, 0,9 puntos inferior al umbral crítico.

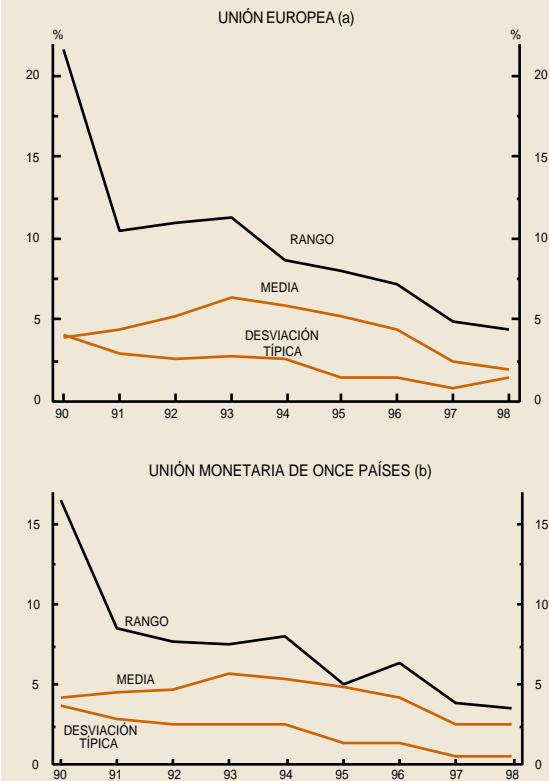
En relación con las *finanzas públicas*, el Tratado establece que la posición financiera de las Administraciones Públicas debe ser sostenible, condición que se cumplirá cuando se alcance una situación presupuestaria sin un «déficit público excesivo». De acuerdo con el artículo 104-C, existe un déficit excesivo si:

- a) «la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto sobrepasa un valor de referencia (definido en el Protocolo sobre el Procedimiento de Déficit Excesivos como el 3 % del PIB), a menos que:
 - la proporción haya descendido sustancial y continuadamente, y llegado a un nivel que se aproxime al valor de referencia;
 - o que el valor de referencia se sobreponga solo excepcional y temporalmente, y la proporción se mantenga cercana al valor de referencia.
- b) la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto rebasa un valor de referencia (definido en el Protocolo sobre el Procedimiento de Déficit Excesivos como el 60 % del PIB), a menos que la proporción disminuya suficientemente y se approxime a un ritmo satisfactorio al valor de referencia.»

Conviene señalar que, a diferencia de lo que ocurre con los restantes criterios de convergencia —cuyo cumplimiento debe analizarse, en el momento del examen, por el ECOFIN y por el Consejo Europeo, a partir de sendos informes de la Comisión Europea y del Instituto Monetario Europeo, y teniendo en cuenta la opinión del Parlamento Europeo—, el cumplimiento de los criterios fiscales depende de la existencia o no de una decisión que califique como excesivo el déficit de cada uno de los países, de acuerdo con el artículo 104-C del Tratado.

Entre los años 1989 y 1993 se produjo un acusado deterioro de las finanzas públicas en los países de la UE, cuyo déficit público global pasó del 2,5 % al 6,1 % del PIB, en tanto que la deuda pública del área aumentaba, en ese mismo período, desde el 35,4 % al 65,9 %, también en proporción al producto, y llegaba a alcanzar un máximo del 73 % en 1996. Esta preocupante evolución —común para el conjunto del área, y solo en parte imputable a unas condiciones cíclicas adversas— se fue corrigiendo a partir de los años centrales de la presente década, a

GRÁFICO 2
Convergencia de los países de la Unión Europea en materia de déficit público



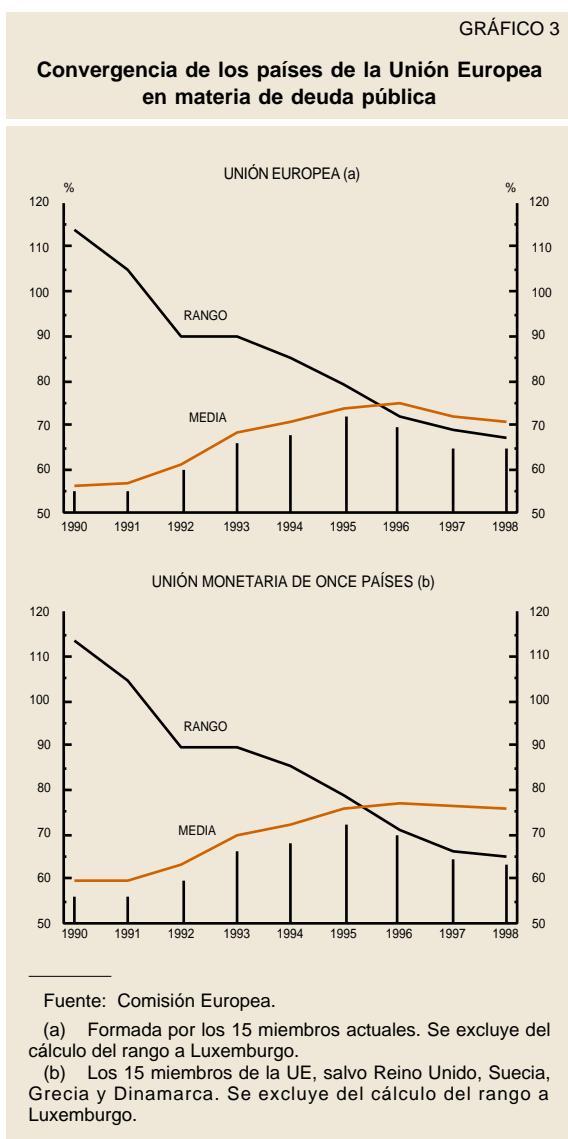
Fuente: Comisión Europea.

(a) Formada por los 15 miembros actuales.

(b) Los 15 miembros de la UE, salvo Reino Unido, Suecia, Grecia y Dinamarca.

medida que los gobiernos europeos fueron poniendo en marcha los procesos de consolidación fiscal contenidos en sus Programas de Convergencia. Como resultado de estos esfuerzos —y, en parte, gracias también a una coyuntura cíclica más favorable a partir de 1994—, el déficit público medio de la UE ha descendido hasta el 2,4 % en 1997, y se espera que se sitúe en el 1,9 % este año, mientras que la *ratio* de deuda sobre el PIB alcanzó un valor del 72,1 % en 1997 y se prevé que descienda hasta el 70,5 % en 1998 (véanse gráficos 2 y 3).

Este proceso de consolidación fiscal ha permitido que, en 1997 —año sobre el cual se analiza el cumplimiento de los criterios fiscales—, todos los países de la UE, excepto Grecia, hayan alcanzado déficit iguales o inferiores al 3 % fijado en el Tratado. En España, el déficit se ha situado en el 2,6 %, 0,4 puntos por debajo del valor de referencia y del objetivo establecido en los Presupuestos del Estado y en el



Plan de Convergencia. En cuanto a la deuda pública, cuatro países (Francia, Luxemburgo, Finlandia y el Reino Unido) se situaron en 1997 por debajo del valor de referencia; seis países (Dinamarca, Alemania, España, Irlanda, Austria y Portugal) se situaron entre el 60 % y el 70 %; dos países (Holanda y Suecia), entre el 70 % y el 80 %; y tres países (Bélgica, Grecia e Italia), por encima del 100 %. Para los países cuya *ratio* de deuda respecto al PIB se encuentra por encima del 60 %, el Tratado establece que se analice si esta «disminuye suficientemente y se aproxima a un ritmo satisfactorio al valor de referencia». Tal como se explicará con más detalle en el epígrafe tercero de este Informe, del análisis de la dinámica de la deuda en los países que superan el valor de referencia se deduce que los que se encuentran más cerca de ese umbral, si perseveran en sus procesos de consolidación fiscal, no tendrían dificultades para alcanzarlo en un plazo de tiempo razonable, máxime si se considera que, a partir de 1999,

con la entrada en vigor del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, deberán perseguir objetivos a medio plazo de equilibrio presupuestario o superávit. Los países que se encuentran más alejados del valor de referencia deberán hacer un esfuerzo más intenso y más prolongado en el tiempo; no obstante, sus tendencias recientes apuntan en la dirección correcta, y las políticas anunciadas plantean una continuidad del esfuerzo de consolidación fiscal.

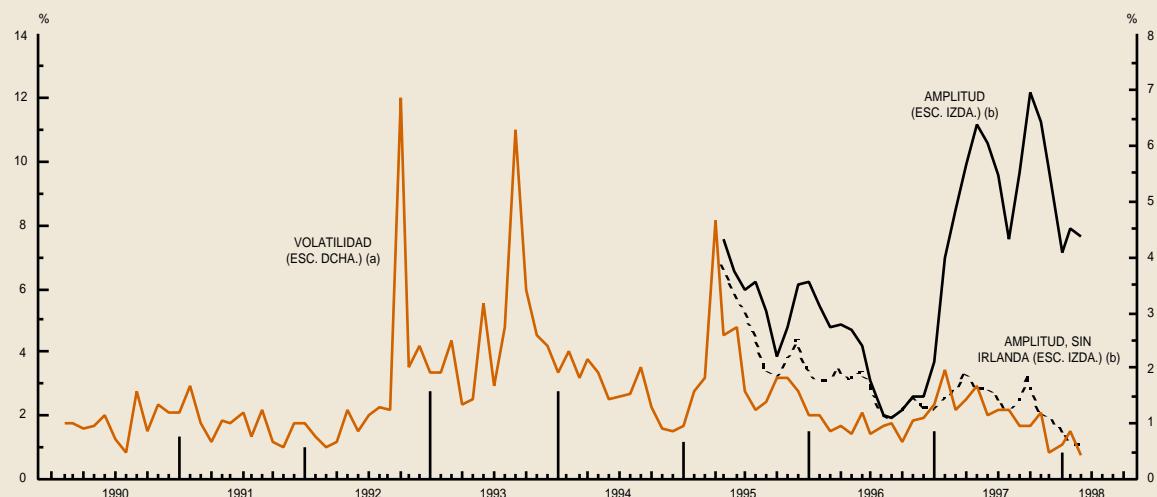
A la vista del conjunto de información disponible, el Informe sobre la Convergencia presentado por la Comisión Europea, el pasado 25 de marzo, incluye la recomendación de que se levante la calificación de «déficit excesivo» para todos los países que estaban sometidos a la misma, excepto Grecia. Estos países son: Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia, Portugal, Suecia y el Reino Unido, que se unen a los cinco que ya estaban excluidos de la calificación de déficit excesivo (Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Holanda y Finlandia). La decisión final la tomará el Consejo ECOFIN en su reunión del próximo día primero de mayo. Si, como cabe esperar, el Consejo ECOFIN ratifica la recomendación de la Comisión, los 14 países señalados cumplirían los criterios fiscales del Tratado, por lo que estarían en condiciones, desde este punto de vista, de participar en la Unión Monetaria.

El Tratado (artículo 109-J) establece, en relación con el *tipo de cambio*, que su estabilidad se evaluará a través del «respeto, durante dos años como mínimo, sin que se haya producido devaluación frente a la moneda de ningún otro Estado miembro, de los márgenes normales de fluctuación del Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo». Además, el Protocolo sobre los criterios de convergencia señala que «el criterio relativo a la participación en el Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo [...] se entenderá en el sentido de que los Estados miembros hayan observado, sin tensiones graves y por lo menos durante los dos años anteriores al examen, los márgenes normales de fluctuación dispuestos por el Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo. En particular, no habrán devaluado, durante el mismo período, por iniciativa propia, el tipo central bilateral de su moneda respecto de la de ningún otro Estado miembro».

En el período de referencia (entre marzo de 1996 y febrero de 1998), las monedas integradas en el Mecanismo de Cambios (MC) del Sistema Monetario Europeo han mantenido una destacable y creciente estabilidad. Como puede observarse en el gráfico 4, las monedas del MC han experimentado una acusada reducción de su volatilidad desde 1995, al tiempo que se

GRÁFICO 4

Volatilidad y amplitud de las bandas del MC del SME



Fuente: Banco de España.

(a) Volatilidad: desviación típica, multiplicada por mil, de la primera diferencia del logaritmo neperiano de los tipos de cambio frente al marco.

(b) Amplitud: desviación máxima frente a las paridades centrales del MC. Calculado como la desviación frente a la paridad central con el marco de la moneda más fuerte, menos la desviación de la moneda más débil.

ha estrechado la distancia entre la moneda más apreciada y la más depreciada en la parilla, sobre todo si se hace abstracción de la tendencia autónoma a la apreciación que ha registrado, en algunos períodos, la libra irlandesa. Con la excepción señalada, todas las monedas del MC se han mantenido muy cercanas a sus paridades centrales, de manera que no solo han cumplido holgadamente con su mantenimiento dentro de la banda del $\pm 15\%$ sin tensiones graves, sino que, en general, han permanecido también dentro de un margen del $\pm 2,25\%$ —equivalente a la antigua banda estrecha vigente antes de agosto de 1993— respecto al resto de las monedas integrantes del acuerdo. En particular, la peseta se ha mantenido a lo largo de todo el período de referencia muy cercana a su paridad central frente al resto de las monedas, con la excepción de la libra irlandesa, cuya tendencia autónoma a la apreciación ya se ha comentado.

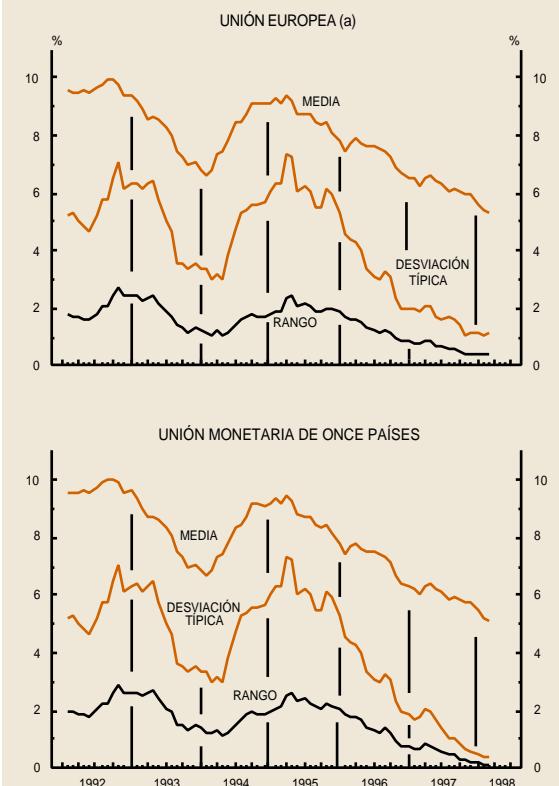
La notable estabilidad registrada por las monedas del MC encuentra su explicación en la mejora de los fundamentos de estas economías, en el proceso de convergencia de estos fundamentos, en la aplicación de políticas económicas disciplinadas y congruentes en este grupo de países, y en las expectativas de mantenimiento, en el futuro, de estos buenos fundamentos, en parte debido al propio proceso de

Unión Monetaria. En definitiva, del análisis de la evolución de los tipos de cambio en el período relevante cabe concluir que los países del MC han mantenido, en general, una estabilidad cambiaria coherente con la letra y con el espíritu del Tratado; en particular, la peseta se ha mantenido entre el grupo de monedas que, por su evolución dentro del MC, cumple sobradamente con los requisitos del Tratado en este terreno.

En relación con el criterio de *tipos de interés a largo plazo*, el Tratado establece que «el carácter duradero de la convergencia conseguida por el Estado miembro y de su participación en el Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo deberá verse reflejado en los niveles de los tipos de interés a largo plazo». El Protocolo estipula que «el criterio relativo a la convergencia de los tipos de interés se entenderá en el sentido de que, observados durante un período de un año antes del examen, los Estados miembros hayan tenido un tipo promedio de interés nominal a largo plazo que no exceda en más de un 2 % el de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. Los tipos de interés se medirán con referencia a los bonos del Estado a largo plazo u otros valores comparables, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales».

GRÁFICO 5

Convergencia de los países de la Unión Europea en materia de tipos de interés a largo plazo



Fuente: Banco de España.

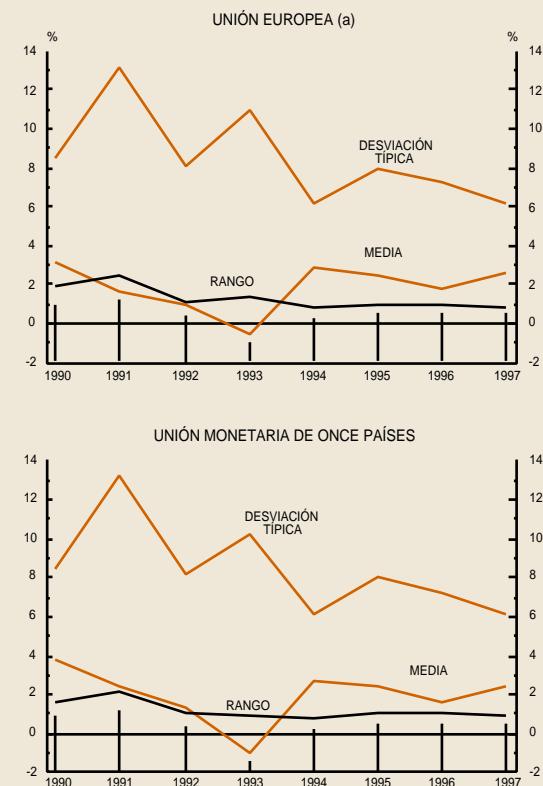
(a) Se excluye Grecia, por falta de datos.

La evolución de los tipos de interés del área desde 1992 —año a partir del cual existen series homologables para la mayoría de los países— muestra una tendencia general al descenso de las rentabilidades y a su convergencia entre países, aunque con algunos altibajos tanto en los tipos de interés medios como en su dispersión, relacionados con turbulencias generalizadas de los mercados financieros internacionales, como la crisis del SME en 1992-1993 y la crisis de los mercados de bonos en 1994. En los primeros meses de 1998 se han alcanzado los niveles de tipos a largo plazo más bajos del período y la mayor convergencia de los mismos (véase gráfico 5). En el caso de España, la reducción del rendimiento de los bonos a largo plazo ha sido especialmente intensa: el tipo a diez años pasó del 10,8 % a principios de 1992 al 5,2 % en los primeros meses de 1998, en tanto que el diferencial con Alemania se redujo, en el mismo período, desde casi 300 hasta menos de 20 puntos básicos.

Los factores subyacentes que explican esta notable aproximación de los rendimientos a lar-

GRÁFICO 6

Evolución del PIB real



Fuente: Banco de España.

(a) Se excluye Grecia, por falta de datos.

go plazo hacia niveles bajos son el propio proceso de convergencia y las expectativas de adecuados fundamentos futuros, que tienen una obvia influencia sobre los tipos esperados.

Como resultado de la evolución descrita, todos los países de la UE, excepto Grecia, se han situado holgadamente por debajo del valor de referencia (7,8 %) en el período relevante, entre febrero de 1997 y enero de 1998. España ha alcanzado un tipo de interés del 6,3 % en ese período, 1,5 puntos por debajo del umbral crítico.

En definitiva, el avance hacia la convergencia registrado por los países de la UE ha permitido establecer unas condiciones muy adecuadas para el inicio de la Unión Monetaria, especialmente en lo que atañe a los criterios de inflación, tipos de interés y tipo de cambio. En el ámbito fiscal, el progreso ha sido más reciente y la necesidad de perseverancia es mayor; no obstante, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y los Programas de Convergencia de los países miembros deberían garantizar que este esfuer-

zo de consolidación se mantenga en el futuro. La experiencia de los últimos años muestra que la convergencia es un proceso en el que los buenos resultados conseguidos en unas variables inducen mejoras en otras, produciéndose efectos de realimentación muy beneficiosos. Así, los logros en la estabilidad de precios y en la consolidación fiscal reducen los tipos de interés a largo plazo y contribuyen a la estabilidad de los tipos de cambio, lo que, a su vez, ayuda a mejorar los resultados fiscales y las expectativas de inflación. Esta concatenación de efectos beneficiosos, que se han realimentado mutuamente en los últimos años, se verá reforzada, previsiblemente, por la creación de un marco de estabilidad dentro de la Unión Monetaria. Resulta especialmente satisfactorio comprobar que, al tiempo que se desarrollaba el proceso de convergencia descrito, los países de la UE han tendido a mantener también pautas cíclicas más sincronizadas, en un marco de crecimiento más vigoroso, como puede verse en el gráfico 6. Los logros de la convergencia en un clima de relativa sincronía en la evolución cíclica facilitarán la implantación de una política monetaria común.

El elevado grado de convergencia alcanzado augura un inicio de la Unión Monetaria sobre bases sólidas. Es necesario tener presente, sin embargo, que el éxito de este ambicioso proyecto requiere políticas adecuadas por parte de todos los países involucrados. Las políticas presupuestarias deberán continuar con sus objetivos de saneamiento y consolidación, y las políticas estructurales deberán profundizar en los objetivos de eficiencia de los mercados de bienes y servicios, del mercado de trabajo y del funcionamiento del sector público, así como en lo que atañe a la competitividad de las empresas. Una política monetaria rigurosa, decidida en el seno del Sistema Europeo de Bancos Centrales; unas políticas fiscales descentralizadas, que deberán acomodarse a las necesidades de cada país, pero que estarán sujetas a la disciplina a medio plazo que emana del Pacto de Estabilidad y Crecimiento; y unas políticas estructurales, en fin, orientadas a garantizar una adecuada flexibilidad de las economías de la zona del euro, configuran un marco institucional favorable a la consecución de los objetivos últimos de estabilidad, eficiencia y bienestar que son sustanciales a la idea de la Unión Monetaria.

2. La convergencia de la economía española

2.1. EL CRITERIO DE INFLACIÓN

España cumplió el criterio de convergencia en inflación establecido en el TUE en julio de 1997. En esa fecha, la tasa de crecimiento interanual del índice armonizado de precios de consumo, en el promedio de los doce meses precedentes, fue del 2,6 %, un punto porcentual y medio —la máxima divergencia permitida— por encima de la tasa media de las tres economías más estables de la UE en ese momento (el 1,1 %). Desde entonces, el cumplimiento del criterio ha ido siendo cada vez más holgado, y en el pasado mes de enero la tasa de inflación española había disminuido hasta el 1,8 %, solo seis décimas más que la media de los tres países menos inflacionistas (véase gráfico 7). Se culminaba así un largo proceso, no exento de dificultades, que ha situado a la economía española en unas cotas de inflación equiparables a las de las economías más estables de la UE, una meta ambiciosa que parecía difícil alcanzar.

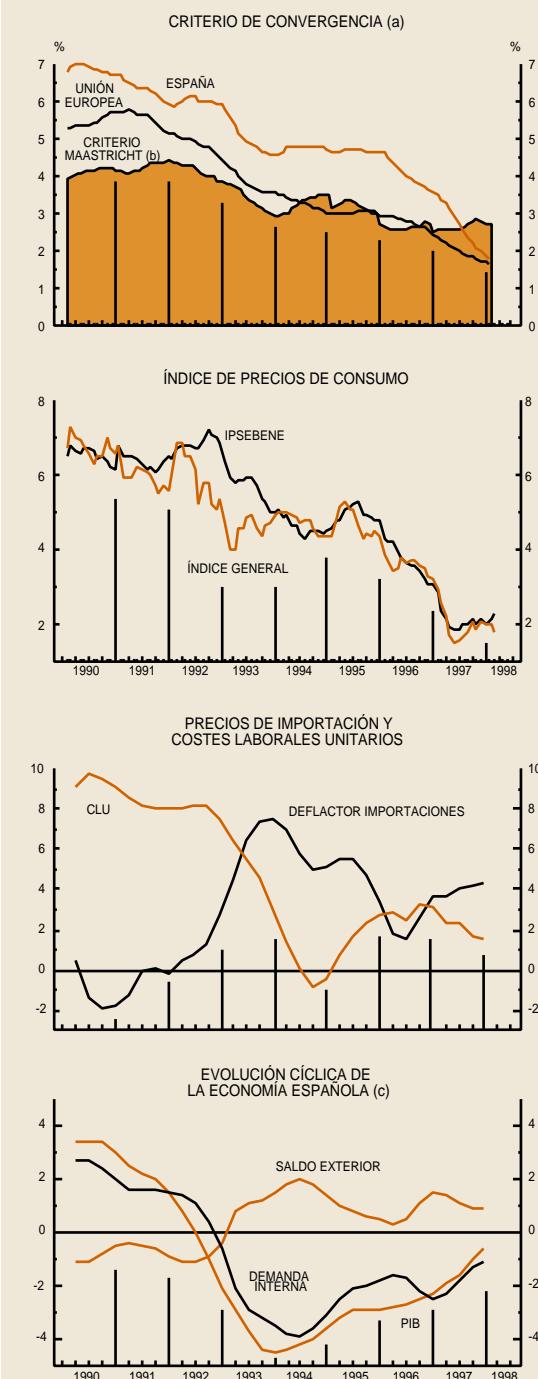
Al comienzo de la década actual, las expectativas inflacionistas seguían estando considerablemente arraigadas en la economía española. La tasa de inflación, medida por el IPC, era del orden del 6 %, la competitividad estaba seriamente dañada y el crecimiento de los costes laborales unitarios se había estabilizado en tasas de aumento superiores al 8 %. Los desequilibrios acumulados en la etapa expansiva previa y la crisis del SME provocaron un serio ajuste en los sectores de empresas y familias, cuya situación patrimonial estaba muy deteriorada. A pesar de ello, el crecimiento del IPC no descendió por debajo del 4,5 %, tasa considerablemente alejada de los baremos que se habían establecido como referencia, y los costes laborales unitarios se desaceleraron rápidamente, aunque solo debido al aumento de la productividad aparente que ocasionó la fuerte caída del empleo.

En este contexto, para situar la economía española en la senda de estabilidad perseguida, fue necesario que las políticas económicas, tanto las de corte macroeconómico como las de carácter microeconómico, se orientaran inequívocamente a ese fin. Ello supuso avanzar de forma decidida en el control del gasto público, cuyo ritmo de crecimiento y composición eran marcadamente inflacionistas; introducir mejoras sustanciales en el funcionamiento de los diferentes mercados, dando prioridad a los de servicios y factores productivos, pero con especial atención, en este último caso, al mercado de trabajo; y establecer, en fin, un nuevo régimen de política monetaria que, basado en la autonomía del Banco de España y en el planteamiento

de un objetivo directo de inflación, dotara a esta rama de la política económica de la credibilidad suficiente para doblegar las expectativas inflacionistas, restaurar el equilibrio en los mercados de cambios e ir introduciendo en los hábitos de los agentes económicos unas pautas de comportamiento en las que la estabilidad fuese un objetivo prioritario y un activo calificado.

Los avances logrados desde entonces han sido notables. Por una parte, el esfuerzo realizado en la convergencia fiscal, que se analiza en el epígrafe siguiente, ha pasado a desempeñar un papel moderador en el crecimiento del gasto agregado. Por otra parte, se han ido emprendiendo diversos planes de reformas estructurales; en el campo del mercado de trabajo, a las reformas ya realizadas dentro del sistema de prestaciones por desempleo, con el fin de superar algunos de los aspectos que desincentivaban la búsqueda de empleo, se añadieron mayores dosis de flexibilidad, a través de las nuevas modalidades de contratación y de la reducción de los costes de despido, a la vez que se avanzaba en la movilidad funcional. Los salarios nominales iniciaron una senda de descenso —aunque a remolque de la desaceleración que se iba produciendo en la tasa de aumento de los precios— y el crecimiento de los costes laborales unitarios tendió a estabilizarse en torno al 2 %, a pesar del escaso aumento de la productividad aparente, como consecuencia de la recuperación del empleo.

La firmeza con la que desde el primer momento se instrumentó el nuevo esquema de política monetaria fue rápidamente asumida por los agentes económicos, incorporando los precios de los activos financieros en sus distintos plazos expectativas de aumentos de precios cada vez más moderadas, a la vez que se estabilizaba el tipo de cambio. Entre enero y junio de 1995, el tipo de intervención decenal del Banco de España aumentó en dos puntos porcentuales, aproximadamente —desde el 7,35 % hasta el 9,25 %—, iniciando desde el mes de diciembre de ese año un descenso paulatino, a medida que el entorno macroeconómico interno y externo, así como las condiciones de liquidez de la economía, lo hacían aconsejable y se constataba que la tasa de inflación, medida a través del crecimiento interanual del IPC, se acomodaba a la senda programada. El Banco de España estableció referencias sucesivas de aumento en el IPC que sirvieran de guía para la instrumentación de la política monetaria. Todas ellas fueron cumpliéndose con holgura, hasta que, en el momento actual, la tasa de aumento del IPC se ha situado en unas cotas de estabilidad equiparables a las que están vigentes en el área de la UE, habiéndose satisfecho plenamente y con

GRÁFICO 7
Convergencia en inflación

Fuentes: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y OCDE.

(a) Tasas medias anuales de variación del índice de precios de consumo. Desde diciembre de 1995 hasta noviembre de 1996, índices transitorios de precios de consumo. Desde diciembre de 1996, índices armonizados de precios de consumo.

(b) Área de cumplimiento del Criterio de Maastricht. Límite: media de las tres economías menos inflacionistas + 1,5 %.

(c) Desviación cíclica respecto a la tendencia.

anticipación suficiente, como se dijo, el criterio de convergencia en inflación.

En este momento, las perspectivas sobre la evolución de los precios a corto plazo son favorables, y se espera que se cumpla el objetivo establecido para el año en curso, consistente en mantener el ritmo de crecimiento del IPC cerca del nivel del 2 % ya alcanzado. Así lo corroboran los indicadores disponibles y el comportamiento previsto para sus principales factores condicionantes: el entorno exterior es favorable para la estabilidad de los precios, la tasa de crecimiento del PIB real de la economía española, aunque elevada, no supera su nivel potencial y los costes laborales unitarios siguen desacelerándose. Se confirma, por tanto, que la economía española ha alcanzado un grado de convergencia en inflación elevado y sostenible, en la línea requerida por el Tratado. Ello no debe llevar a olvidar que, para consolidar las dosis de estabilidad alcanzadas, es preciso que la política económica siga firmemente comprometida con el control de la inflación, especialmente en el nuevo contexto de la Unión Monetaria, en el que la política monetaria común tendrá como objetivo primordial el preservar la estabilidad macroeconómica del conjunto del área. En este sentido, debe prestarse especial atención al diferencial que continúa observándose entre la tasa de crecimiento de los precios de los servicios en España y en la mayoría de los países de la UE. Este hecho resulta ilustrativo de la insuficiente competencia que todavía caracteriza a algunos mercados y que dificulta una mayor convergencia entre nuestras tasas de inflación y las de los países centrales del área. Es preciso, por tanto, que se siga avanzando decididamente en aquellas reformas estructurales que doten a la economía española de unos niveles de eficiencia y competitividad equiparables a los de las economías de nuestro entorno, con el fin de desarraigar definitivamente las pautas inflacionistas que han prevalecido en el pasado en la economía española.

2.2. EL CRITERIO DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

En 1997, el déficit de las Administraciones Públicas se situó en el 2,6 % del PIB, porcentaje inferior, por un amplio margen, al umbral del 3 %, y que ha permitido mejorar, además, el objetivo fijado en el Plan de Convergencia de abril de 1997. El descenso del déficit público ha propiciado también una reducción de la *ratio* de deuda pública/PIB, que en 1997 fue del 68,8 %, por encima del umbral del 60 %, pero con una evolución descendente, como requiere el Trata-

do para cumplir este criterio de convergencia en los casos en los que se supere el valor crítico (véase gráfico 8).

Sin duda, cuando se firmó el Tratado de la Unión Europea el cumplimiento del criterio de déficit era uno de los que planteaba una mayor exigencia, en cuanto al ajuste que debía realizar la economía española. A lo largo de la década de los ochenta se había producido un rápido crecimiento del gasto público, que no podía ser adecuadamente cubierto por los ingresos, a pesar de las sucesivas reformas impositivas que fueron aumentando el tamaño de la carga fiscal. Esta situación de desequilibrio de las finanzas públicas quedó parcialmente oculta por la intensa mejora cíclica del déficit que se produjo en la segunda mitad de la década y en los primeros años noventa, pero se manifestó en toda su extensión cuando la economía española entró en recesión, a mediados de 1992. Se hizo entonces apremiante la necesidad de introducir un cambio sustancial en el carácter de la política fiscal. La firma y ratificación del Tratado de la Unión Europea aumentaron la urgencia de dicho cambio de orientación, puesto que se establecía la necesidad de realizar el ajuste en un período de tiempo limitado por la fecha del examen de convergencia.

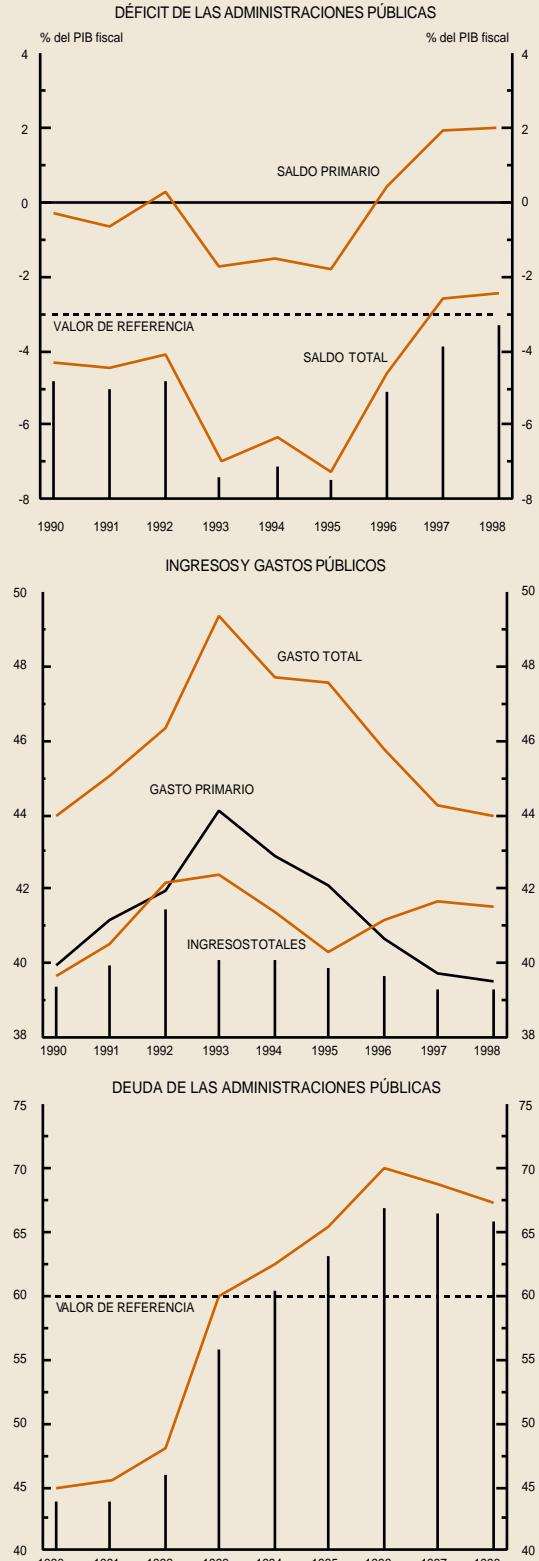
El proceso de consolidación fiscal se vio entorpecido por la magnitud que alcanzó la recesión de 1993 y por la lentitud que ha caracterizado la recuperación posterior, que no ha alcanzado una intensidad notable hasta 1997. No obstante, los esfuerzos de contención del gasto y de disciplina presupuestaria realizados en los últimos años han logrado enderezar sustancialmente el estado de las finanzas públicas. La importancia del ajuste realizado puede medirse por el significativo recorte que ha experimentado el peso del gasto público en PIB desde 1993, como puede observarse en el gráfico 8. Este resultado se ha extendido, en mayor o menor grado, a las principales rubricas de gasto, aunque hay que destacar las medidas encaminadas a reducir el avance de la demanda final de las Administraciones Públicas —a través del control de los gastos de personal, de las compras de bienes y servicios y de la inversión—, así como las orientadas a moderar el crecimiento de las transferencias a otros sectores —en especial, las prestaciones por desempleo—, mientras que se han dado pasos para controlar el gasto en pensiones. Los pagos de intereses han registrado un comportamiento más regular —al margen de su importante descenso en 1997—, de forma que el recorte del gasto se ha centrado, principalmente, en el componente primario, dando lugar a un superávit primario a partir de 1996. Por su

parte, el peso de los ingresos públicos en el PIB se ha mantenido estable, aunque con fluctuaciones significativas en algunos años.

En cuanto a la evolución de la *ratio* deuda/PIB, los aumentos observados entre 1993 y 1996 representan el final de un largo proceso de crecimiento, que se remonta a la década anterior y que fue el reflejo de los déficit acumulados entonces y de un giro gradual hacia su financiación por procedimientos de mercado, en un contexto de tipos de interés elevados. En los últimos años, la reorientación de la política fiscal hacia la consolidación presupuestaria —con el objetivo de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo— y la culminación, al fin, del proceso de reforma de la financiación del déficit —con la prohibición expresa de que el Banco de España prestase apoyo financiero al sector público, a partir de 1994— han supuesto una modificación sustancial en el conjunto de factores que determinan la evolución de la *ratio* de deuda. Así, el esfuerzo de contención del gasto ya se ha traducido en la obtención de un superávit primario del 1,9 % del PIB en 1997 que, junto con el notable recorte de los pagos de intereses —derivado de los descensos de tipos a los que ha contribuido el propio ajuste fiscal—, ha permitido truncar la tendencia al alza de la *ratio* de deuda e iniciar un proceso de descenso, asentado sobre bases firmes. En este sentido, el diseño de la política fiscal para los próximos ejercicios y la intensificación de la fase de recuperación de la economía proporcionan un contexto apropiado para que las tendencias observadas en 1997 se consoliden, dando lugar a mayores superávit primarios, y propiciando, junto con los bajos tipos de interés vigentes, un rápido descenso de la *ratio* de deuda, que podría situarse por debajo del umbral del 60 % en un período de tiempo razonable.

En definitiva, el actual ciclo de recuperación que atraviesa la economía española supone un marco favorable para la continuidad del proceso de consolidación de las finanzas públicas, de manera que, si se mantiene la línea de austeridad y disciplina presupuestaria, se podrán alcanzar rápidas mejoras en las *ratios* de déficit y de deuda en los próximos años. Estas mejoras son absolutamente necesarias, puesto que, en el marco de la UME, las finanzas públicas de los países integrantes estarán sujetas al cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que supone no solo el mantenimiento de los estándares definidos por los criterios de convergencia de Maastricht en materia fiscal, sino también el rápido acercamiento a una situación de equilibrio presupuestario.

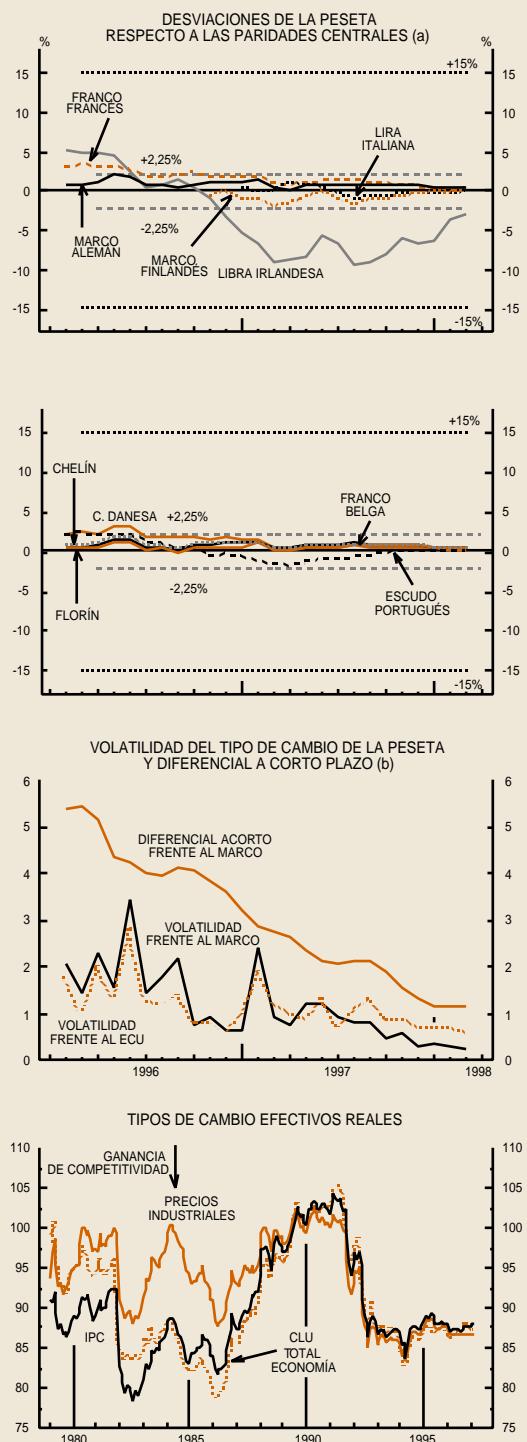
GRÁFICO 8
Convergencia en las finanzas públicas



Fuentes: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

GRÁFICO 9

Convergencia en estabilidad cambiaria



Fuente: Banco de España.

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) respecto a las paridades centrales bilaterales con las divisas mostradas.

(b) Desviación típica, multiplicada por mil, de la primera diferencia del logaritmo neperiano de los tipos de cambio de la peseta frente al marco y al euro. Para el tipo de interés, interbancario a tres meses.

2.3. EL CRITERIO DE ESTABILIDAD CAMBIARIA

La peseta participa en el Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo desde el 19 de junio de 1989. Cumple, por tanto, con holgura el requisito del criterio de convergencia de haber pertenecido al citado Mecanismo de Cambios durante el período de referencia, los dos años comprendidos entre marzo de 1996 y febrero de 1997. Además, en dicho período la peseta no ha devaluado su paridad central frente a ninguna de las otras monedas del MC.

En esos dos años, la peseta se mantuvo cotizando en niveles cercanos a sus tipos centrales bilaterales con el resto de las divisas del MC, sin tener en cuenta su evolución frente a la libra irlandesa, moneda que, en gran parte del período de referencia, tuvo una trayectoria apreciadora autónoma. Desde octubre de 1996, la peseta estuvo, por lo general, dentro de un rango de $\pm 2,25\%$ respecto a la paridad central, sin registrar tensiones significativas. La desviación máxima, calculada sobre la base de medias mensuales, fue una apreciación frente al franco francés, en febrero de 1996, del 3,4 %, que posteriormente se corrigió (véase gráfico 9). En febrero de 1998, la peseta se encontraba fluctuando entre un $-0,2\%$ y un $0,4\%$, máximas distancias a las paridades centrales con el resto de las monedas integrantes del MC, excluida la libra irlandesa.

La volatilidad del tipo de cambio de la moneda española, medida tanto frente al marco alemán como frente al euro, fue descendiendo progresivamente, hasta alcanzar niveles mínimos históricos en fechas recientes. Por otro lado, el diferencial de tipos de interés a corto plazo frente a las divisas más estables del MC ha seguido, igualmente, un proceso de descenso sostenido; en concreto, el diferencial de tipos de interés a tres meses entre España y Alemania se redujo desde 5,1 puntos porcentuales en marzo de 1995 a 1,1 puntos en febrero del presente año (véase gráfico 9).

Desde una perspectiva de más largo plazo, la peseta ha demostrado una alta estabilidad desde mediados de 1995; su tipo de cambio ha permanecido en torno a su nivel de equilibrio, de acuerdo con los indicadores de competitividad habituales, basados en diversos cálculos del tipo de cambio efectivo real (véase gráfico 9). En concreto, a lo largo del período de referencia —de marzo de 1997 a febrero de 1998— la peseta ha mantenido inalterados, en términos generales, sus niveles de competitividad, al tiempo que se producía una mejora sustancial de los saldos de la balanza por cuenta corriente, que son positivos desde 1995, y un descen-

so, a partir de dicho año, de la posición deudora neta frente al exterior.

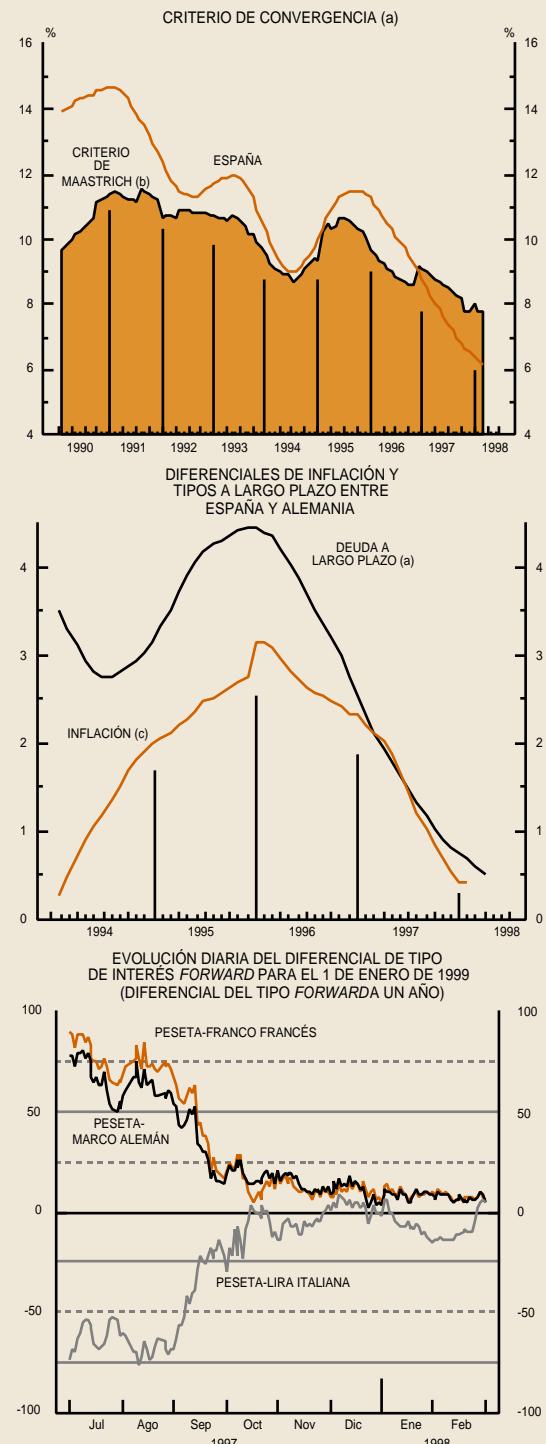
Entre los factores que explican la elevada estabilidad de la peseta se encontrarían la profundización del proceso de convergencia nominal, culminado con éxito en 1997, la combinación apropiada de los distintos ámbitos de actuación de la política económica —fiscales y monetarios— y, en consecuencia, la alta y creciente confianza de su acceso a la Unión Monetaria en enero de 1999.

En resumen, la evolución reciente del tipo de cambio de la peseta se caracteriza por la completa ausencia de presiones, reflejada en la disminución de la volatilidad hasta niveles mínimos históricos, en la reducción sostenida de los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo frente a las monedas tradicionalmente más estables, y en las perspectivas de los mercados financieros, que, a mediados de marzo, descuentan la eliminación del diferencial a corto y largo plazo frente al marco para enero de 1999. Esta ausencia de presiones se derivaría, asimismo, de la consideración de los actuales niveles del tipo de cambio como cercanos, en términos efectivos, a los de equilibrio, teniendo en cuenta la competitividad de la economía española.

2.4. EL CRITERIO DE TIPOS DE INTERÉS

Durante la mayor parte de los años noventa se ha observado una progresiva aproximación de los tipos de interés a largo plazo españoles hacia los niveles que se registraban en los países de la Unión Europea con menores rentabilidades en los mercados de bonos. No obstante esta tendencia general, la crisis cambiaria del SME, primero, y la extensión de la crisis del mercado de bonos norteamericano hacia los mercados europeos, después, afectaron de forma particularmente adversa a los mercados financieros españoles, en un contexto de insuficiente corrección de los desequilibrios macroeconómicos nacionales, determinando una ampliación significativa, pero transitoria, de la distancia de los tipos de interés a largo plazo respecto al umbral de convergencia. Posteriormente, la progresiva mejora de las condiciones internas —estabilidad del tipo de cambio de la peseta, reducción de la inflación y del déficit público—, en un marco de relativa normalización de los mercados financieros internacionales, ha permitido que, desde mediados de 1995, la brecha de convergencia de tipos de interés a largo plazo disminuyera gradualmente, hasta terminar desapareciendo a finales de 1996 (véase gráfico 10). Con los datos disponibles al cierre de

GRÁFICO 10
Convergencia en tipos de interés a largo plazo



Fuente: Banco de España.

(a) Tipos medios anuales de los tipos de interés a largo plazo.

(b) Media de las tres economías menos inflacionistas, más dos puntos. En enero de 1998, Austria, Francia e Irlanda.

(c) Hasta 1996, tasa media interanual de los IPC nacionales; a partir de 1996, IPC armonizados.

este Informe (enero, último mes con información del IPC armonizado), los tipos a largo plazo se sitúan 1,5 puntos porcentuales por debajo del criterio de Maastricht.

La fuerte reducción experimentada por los tipos de interés a largo plazo se enmarca en un contexto de correcciones muy significativas de la inflación observada y de mejora en las perspectivas en torno al comportamiento futuro de los precios (véase gráfico 10). Ambos desarrollos se han producido como consecuencia de la instrumentación de una política monetaria de claro signo antiinflacionista en los episodios de mayores riesgos de desbordamiento en las previsiones de precios y del esfuerzo efectuado desde 1995 en la consolidación presupuestaria. Además, la formalización de los compromisos de disciplina fiscal por parte de los países de la UE mediante la firma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en diciembre de 1996, ha reforzado la idea de un área del euro firmemente comprometida con un proceso continuado de corrección de los desequilibrios fiscales, lo que ha supuesto una reducción de la prima de riesgo incorporada en los tipos de interés a largo plazo de todos los países europeos, y especialmente en aquellos, como España, que partían de niveles de tipos de interés más altos.

En la fecha de cierre de este Informe, las expectativas de los mercados incorporadas en los tipos *forward* señalan que España seguirá cumpliendo este criterio de convergencia en los próximos meses. De acuerdo con estas expectativas, los tipos a largo plazo —en media de los últimos doce meses— continuarán disminuyendo hasta situarse cerca de dos puntos porcentuales por debajo del umbral de convergencia en abril de 1998, fecha de referencia en el examen para acceder a la UME. A su vez, tal como señalan los diferenciales esperados de los tipos de interés a corto plazo en relación con los países europeos —próximos a cero al inicio de 1999—, no parecen existir dudas actualmente sobre la fecha de inicio de la Tercera Etapa de la UME y de la participación de España en esa fecha, como se aprecia en la parte final del gráfico 10.

2.5. VALORACIÓN

La economía española ha cumplido satisfactoriamente los criterios que el TUE estableció, en 1993, como condición previa para formar parte del grupo de países que deben iniciar la tercera y última fase del proceso de UME, el 1 de enero de 1999. El esfuerzo realizado en es-

tos años ha sido importante y es un buen exponente de cómo se refuerzan los efectos de las políticas económicas cuando su actuación se encamina, inequívocamente, hacia el mismo objetivo de converger con los niveles de estabilidad macroeconómica propios de un área eficiente y competitiva, y cuando estas se apoyan en un consenso social suficientemente amplio sobre las metas que se han de conseguir.

Como se ha visto en los epígrafes anteriores, la situación de partida encerraba algunos elementos de incertidumbre que podían dificultar el logro de los objetivos perseguidos. En 1993, la economía española estaba inmersa en un profundo ajuste, como consecuencia de los desequilibrios acumulados en la etapa expansiva anterior y de la profunda crisis que atravesaba el SME. La inestabilidad era la nota característica de los mercados de cambios, la tasa de inflación era elevada y el déficit público se estaba ampliando a medida que disminuía el ritmo de actividad.

En esta situación, la respuesta de la política económica estuvo encaminada a combatir las causas que habían generado estos desequilibrios y a tratar de asentar las bases para superar lo antes posible la fase recesiva, con el fin de combatir los altos niveles de desempleo alcanzados. Todo ello requería restaurar la confianza en la orientación disciplinada de las políticas macroeconómicas e incidir positivamente en las expectativas de los agentes económicos y de los mercados financieros.

En los epígrafes anteriores se han analizado las políticas que se instrumentaron y la forma en la que la economía española se fue asentando en una etapa de expansión económica, a la vez que lograba cumplir, satisfactoriamente, los requisitos de convergencia necesarios para entrar a formar parte de la UME. Culmina así una trayectoria histórica cuya máxima aspiración era integrar a la economía española en el núcleo de los países fundadores de la Unión Monetaria. No hay que olvidar, ahora que se va a alcanzar este objetivo largamente deseado, que para obtener las mayores ventajas de la nueva situación es preciso perseverar en las políticas que la han hecho posible, manteniendo su orientación estabilizadora y acometiendo las reformas necesarias para garantizar la continuidad de estos resultados. De esta manera, la economía española podrá desplegar su potencial de competitividad en el nuevo contexto de un mercado plenamente integrado y con la moneda única de la Unión Europea.

3. La convergencia en los países de la UE

3.1. EL CRITERIO DE INFLACIÓN

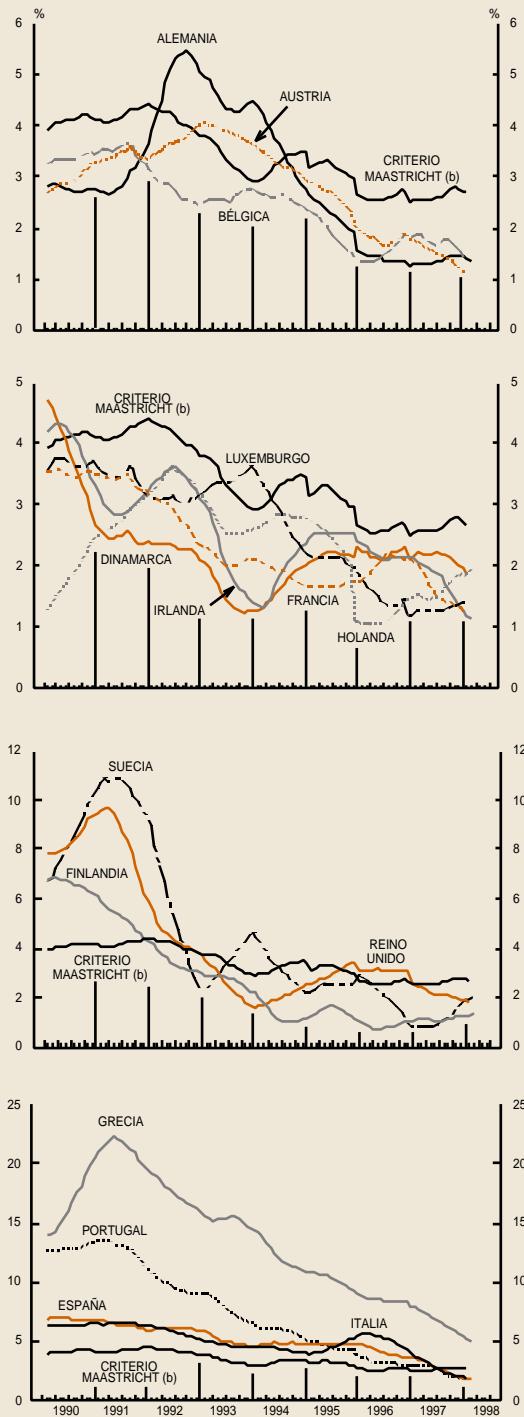
En enero de 1998 —último mes de referencia para el examen del cumplimiento del criterio—, todos los países de la UE, con la excepción de Grecia, registraron una tasa de inflación, medida de acuerdo con los criterios explicados en el epígrafe 1 de este Informe, sustancialmente inferior al umbral de convergencia. Francia, Irlanda y Austria fueron los tres países con las tasas de inflación más reducidas (1,2 % en los dos primeros casos, y 1,1 % en el tercero); su media, aumentada en 1,5 puntos, arroja un valor de referencia del 2,7 %. Los demás países cumplieron este criterio con un margen considerable, comprendido entre un mínimo de 0,8 puntos porcentuales, correspondiente a Dinamarca (país con la inflación más elevada: 1,9 %), y un máximo de 1,4 puntos porcentuales, correspondiente a Finlandia (país con la tasa de inflación más reducida —1,3 %—, si se exceptúan los tres que determinan el valor crítico). En Grecia, a pesar de la fuerte desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios a lo largo de toda la década de los noventa, la tasa media de inflación fue del 5,2 % en enero de 1998, 2,5 puntos porcentuales superior al umbral de convergencia.

Estos resultados reflejan el acentuado proceso de convergencia en materia de precios que han seguido los países de la UE en los últimos años. Como puede verse en el gráfico 11, en 1993 solo siete de los quince países de la UE hubieran cumplido este criterio, cuyo umbral de convergencia era entonces del 2,9 %. En los años posteriores, la progresiva desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios en todos los países del área, especialmente en los que partían de una posición más elevada, fue permitiendo una aproximación de los diferenciales de inflación. Desde el punto de vista del cumplimiento del criterio, este proceso de convergencia se tradujo en una ampliación paulatina del número de países con tasas de inflación inferiores al umbral: diez en 1995, once en 1996 y catorce desde julio de 1997.

El esfuerzo realizado en la moderación de los precios por los países con una menor tradición de estabilidad ha sido muy notable. Portugal ha pasado de tener una tasa de inflación superior al 10 % en los dos primeros años de la década de los noventa, a un mínimo del 1,7 % en julio de 1997, momento a partir del cual ha repuntado ligeramente; en Italia, el aumento interanual del IPC se ha reducido desde el 7 % de la segunda mitad de 1990, hasta el 1,6 % de enero de 1998; el notable descenso de la inflación en España ya se ha comentado en el epígrafe anterior.

GRÁFICO 11

Evolución de la inflación en los países de la UE (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Tasas medias anuales de variación del índice de precios de consumo. Desde diciembre de 1995 hasta noviembre de 1996, índices transitorios de precios de consumo. Desde diciembre de 1996, índices armonizados de precios de consumo.

(b) Media de las tres economías menos inflacionistas más 1,5%. En enero de 1998, Austria, Francia e Irlanda.

El comportamiento favorable de los precios de consumo en los catorce países que cumplen el criterio se ha observado también en otros indicadores de precios, como el deflactor del PIB y el del consumo privado. A modo ilustrativo, se puede mencionar que, en 1992, el rango de variación de los incrementos anuales de ambos deflactores en estos catorce países era de 12,5 y 9 puntos porcentuales, respectivamente; en 1997, dichos rangos se habían reducido hasta los 2,3 puntos porcentuales para el deflactor del PIB y los 1,4 puntos porcentuales en el caso del deflactor del consumo privado. En este último año, Portugal (2,9 %) y España (2,5 %) registraron los mayores crecimientos de los deflactores del PIB y del consumo privado, respectivamente, mientras que los menores crecimientos de estos índices se dieron en Alemania (0,6 %) y en Francia (1,1 %).

Un amplio abanico de factores ha hecho posible que, en la actualidad, estos catorce países se encuentren en una situación que se puede considerar, en general, compatible con la estabilidad de precios. Entre ellos han desempeñado un papel fundamental determinadas decisiones de política económica: la orientación de la política monetaria hacia la consecución de la estabilidad de precios, el proceso generalizado de consolidación fiscal y la aplicación de reformas en los mercados de trabajo, de bienes y de servicios.

En los años centrales de la década, la evolución cíclica de la economía también contribuyó, en alguna medida, a la contención de las presiones alcistas sobre los precios. La recesión de 1993 provocó, en la mayoría de los países, una brecha de producción negativa, que, en general, no se ha cerrado totalmente, pese a la recuperación significativa de la actividad económica en los últimos años. El Reino Unido es una excepción: su situación más adelantada en el ciclo ha estado acompañada de un cierto repunte de la inflación, lo que ha impulsado al Banco de Inglaterra a aumentar, desde el último trimestre de 1996, sus tipos de interés de referencia. No obstante, los datos más recientes reflejan una nueva moderación en el ritmo de crecimiento de los precios en este país.

El comportamiento de los salarios y de los costes laborales unitarios (CLU) también ha tenido un impacto moderador en la evolución de los precios. Las desaceleraciones de los CLU más destacadas han tenido lugar en España, Portugal e Italia. En 1997, los catorce países tuvieron incrementos de los CLU inferiores o en torno al 3 %. La moderación de las previsiones inflacionistas se ha observado también en los precios industriales y en los de importación, aunque la volatilidad de estos últimos ha sido

más marcada, como consecuencia, fundamentalmente, de los vaivenes en la cotización del dólar. En este sentido, el marcado descenso de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas desde mediados de 1997 está contribuyendo a mantener un entorno de inflación baja, no solo en los países de la UE, sino también en el conjunto de los países industrializados, y se espera que lo siga haciendo a lo largo de 1998.

Por lo que se refiere a la evolución de la inflación en el pasado más reciente, hay algunos países (Irlanda, Finlandia y Portugal, principalmente) que en los últimos meses han registrado pequeños repuntes de los crecimientos interanuales de los precios de consumo, si bien se mantienen en tasas cercanas al 2 %. En todo caso, las perspectivas a medio plazo son muy favorables al mantenimiento de la estabilidad de precios, a pesar de la esperada consolidación de la fase expansiva del ciclo en la mayoría de los países de la UE.

3.2. EL CRITERIO DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

De acuerdo con los últimos datos de déficit y deuda públicos, publicados por la Comisión Europea, catorce países registraron, en 1997, un déficit público igual o inferior al 3 % del PIB y, por tanto, habrían cumplido el criterio de déficit. Grecia es la única excepción, con unas necesidades de financiación de las Administraciones Públicas, en dicho año, del 4 % del PIB. Por lo que respecta a la deuda, cuatro países —Francia, Luxemburgo, Finlandia y el Reino Unido— terminaron el año 1997 con unas *ratios* de deuda inferiores al 60 % del PIB, mientras que el resto de los países tuvieron deudas públicas superiores a dicha cota. Esto significa que, tal como se ha comentado en el epígrafe 1, el examen del cumplimiento del criterio de deuda por parte de estos países requiere analizar todas las consideraciones que están definidas en el Tratado para ser aplicadas cuando la deuda rebasa el umbral del 60 %. En todo caso, tal como establece el TUE, el cumplimiento de los criterios fiscales depende de la existencia o no de déficit excesivos, conforme al artículo 104-C. A continuación se presenta una somera exposición general de la situación de los países de la UE en relación con los criterios fiscales.

Entre los países que cumplieron en 1997 el criterio de déficit, Luxemburgo, Irlanda y Dinamarca alcanzaron superávit de cierta entidad, mientras que los otros once países registraron déficit comprendidos entre el 0,8 % del PIB de Suecia y el 3 % del PIB de Francia. En concreto, Finlandia tuvo unas necesidades de finan-

ciación del 0,9 % del PIB; los déficit de Holanda y el Reino Unido no superaron el 2 % del PIB (1,4 % y 1,9 %, respectivamente); y los países restantes registraron déficit entre el 2 % y el 3 % del PIB.

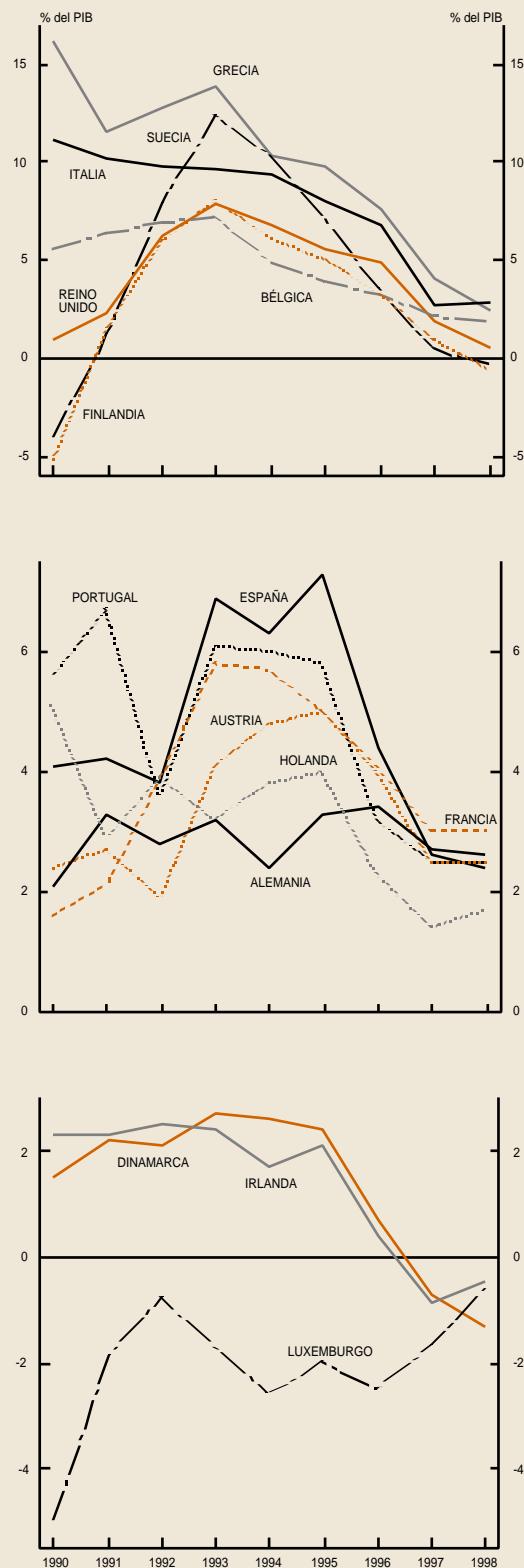
La comparación de estos resultados con los de años anteriores da una idea de los avances en la consolidación fiscal. Como puede verse en el gráfico 12, la reducción de los déficit públicos de los países de la UE a lo largo de la década de los noventa ha sido notable. En 1993, año en el que la mayoría de los países experimentaron un fuerte deterioro fiscal —de origen, en gran medida, cíclico—, Italia, Bélgica, Grecia, Finlandia, Suecia y el Reino Unido tenían unas necesidades de financiación superiores al 7 % del PIB; en los casos de España, Francia y Portugal, el déficit se situó entre el 5 % y el 7 %; en Austria, Holanda y Alemania se mantuvo entre el 3 % y el 5 %; dos países, Irlanda y Dinamarca, tenían déficit inferiores al 3 % del PIB, y únicamente las cuentas públicas de Luxemburgo tenían superávit.

Desde entonces, los esfuerzos de consolidación fiscal se intensificaron en la mayoría de los países, de acuerdo con los objetivos que regularmente fueron presentando en sus Programas de Convergencia. En 1994, año en el que por primera vez se puso en marcha el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), el Consejo decidió que en diez de los entonces doce países de la UE existían déficit excesivos: las excepciones eran Luxemburgo e Irlanda. Al año siguiente, Alemania se incorporó al grupo de países que cumplían con los requisitos de convergencia fiscales, mientras que los tres países que se habían incorporado a la UE en enero de 1995 —Austria, Finlandia y Suecia— pasaron a engrosar el grupo de países no cumplidores, que ascendieron a doce. En 1996, no se alteró el número de países con déficit excesivos (doce), al salir de este grupo Dinamarca y volverse a incorporar Alemania. En la decisión del Consejo de 1997, Holanda y Finlandia se unieron a Luxemburgo, Irlanda y Dinamarca como países exentos del PDE, mientras que los diez países restantes seguían bajo la calificación de déficit excesivos. Finalmente, como se ha mencionado con anterioridad, se puede prever que, en el próximo PDE, el Consejo aceptará la recomendación de la Comisión de que se excluya del Procedimiento a todos los países de la UE, salvo Grecia.

La descomposición de los déficit en sus componentes cíclico y estructural muestra que, en la práctica generalidad de los países, el ajuste fiscal ha ido en la dirección adecuada, en la medida en que la mayor parte del mismo

GRÁFICO 12

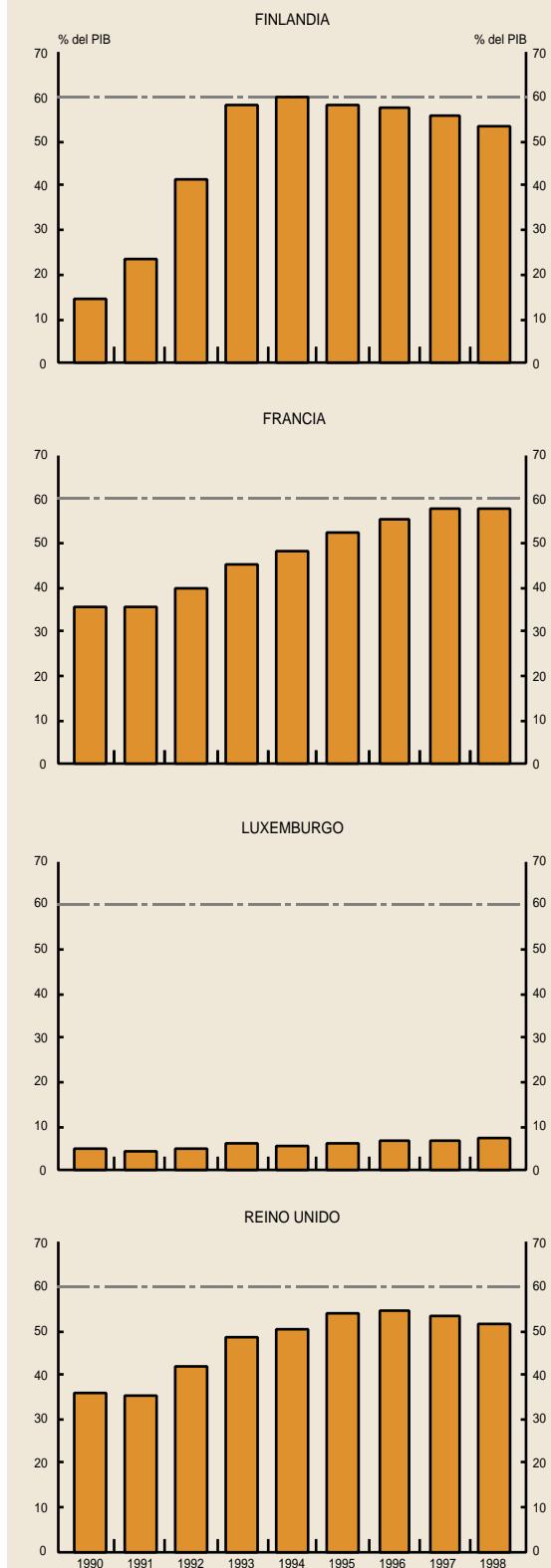
Evolución del déficit (+) o superávit (-) público en los países de la UE



Fuente: Comisión Europea.

GRÁFICO 13

Evolución de la deuda pública (a)



Fuente: Comisión Europea.

(a) Países con ratio de deuda inferior al 60% del PIB en 1997.

ha recaído sobre el componente estructural. Así, desde 1990, en líneas generales, el déficit estructural se ha corregido de forma significativa y ha tendido, en todos los países, hacia un saldo equilibrado.

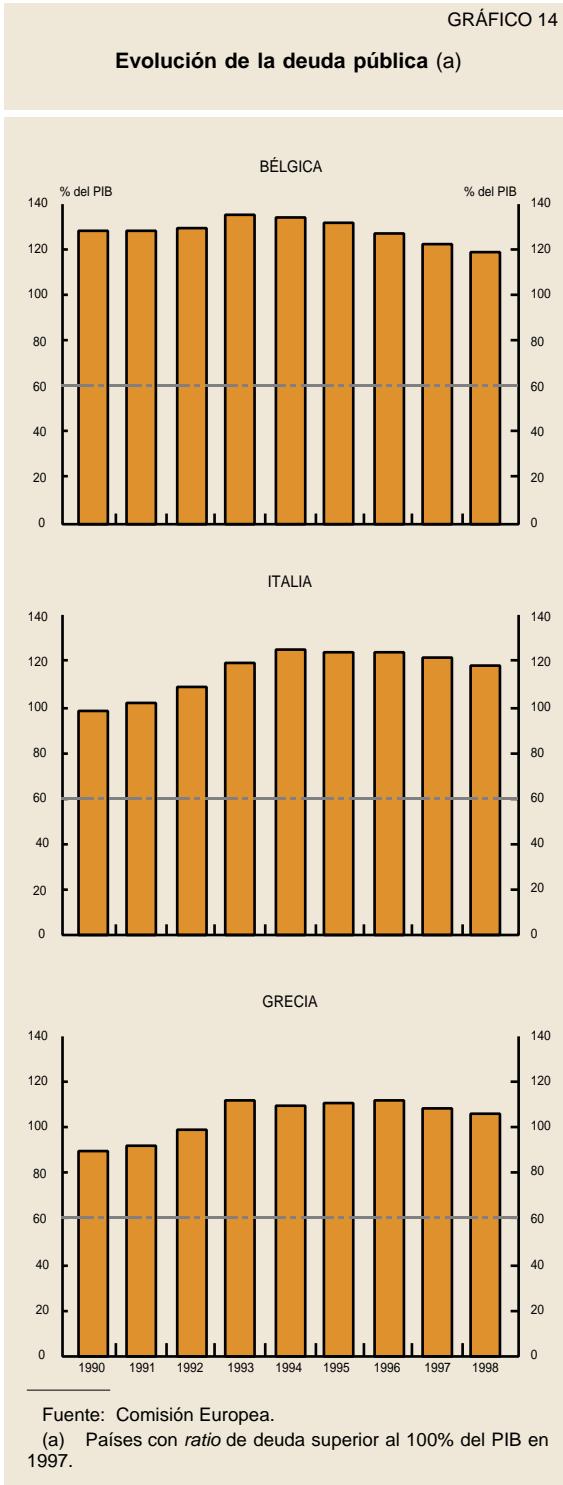
Por otra parte, a la vista de la evolución de los ingresos y gastos públicos, se puede concluir que, en los últimos años, la mayoría de los países ha tendido a mantener estabilizados sus niveles de ingresos públicos en relación con el PIB. Por el lado de los gastos, el descenso ha sido prácticamente generalizado. La parte de los mismos destinada a hacer frente al servicio de la deuda se ha reducido notablemente en la mayoría de los países, especialmente en los últimos dos años, como consecuencia del descenso generalizado de los tipos de interés.

Por último, en 1997, en todos los países, excepto Bélgica, Alemania, Grecia, Francia, Italia y Reino Unido, el déficit era inferior a la inversión pública (relación conocida como «regla de oro»). Este resultado es un indicador adicional del ajuste fiscal instrumentado, y supone un avance respecto a la situación de 1996, año en el que tal condición solo la cumplían Dinamarca, Holanda, Irlanda, Luxemburgo y Portugal. Las perspectivas para 1998 indican que aumentará el número de países que cumplen con la «regla de oro».

Por lo que respecta al criterio de deuda, tal como se ha señalado, únicamente cuatro países habrían cerrado 1997 con una *ratio* inferior al 60 % del PIB. En Bélgica, Italia y Grecia sigue siendo superior al 100 % del PIB (122,2 %, 121,6 % y 108,7 %, respectivamente), mientras que el resto se encuentra en un rango definido por la deuda de Alemania (61,3 % del PIB) y la de Suecia (76,6 % del PIB).

Por lo general, la evolución descrita de los déficit se repite a la hora de analizar la pauta seguida por las *ratios* de deuda en la mayoría de los países. Así, el deterioro de los saldos fiscales en 1993 supuso también un repunte prácticamente generalizado de la deuda pública en ese mismo año en los países de la UE y, en algunos casos, también en años posteriores. La intensificación de los programas de ajuste fiscal a partir de entonces se tradujo en una reducción de los ritmos de avance de la deuda y, posteriormente, en una tendencia a su progresiva reducción.

Francia, Luxemburgo, Finlandia y el Reino Unido, los cuatro países cuya deuda ha sido inferior al 60 % del PIB en 1997, no han superado dicho umbral en ningún año del período analizado (véase gráfico 13). En el otro extremo se encuentran Bélgica, Italia y Grecia, cu-

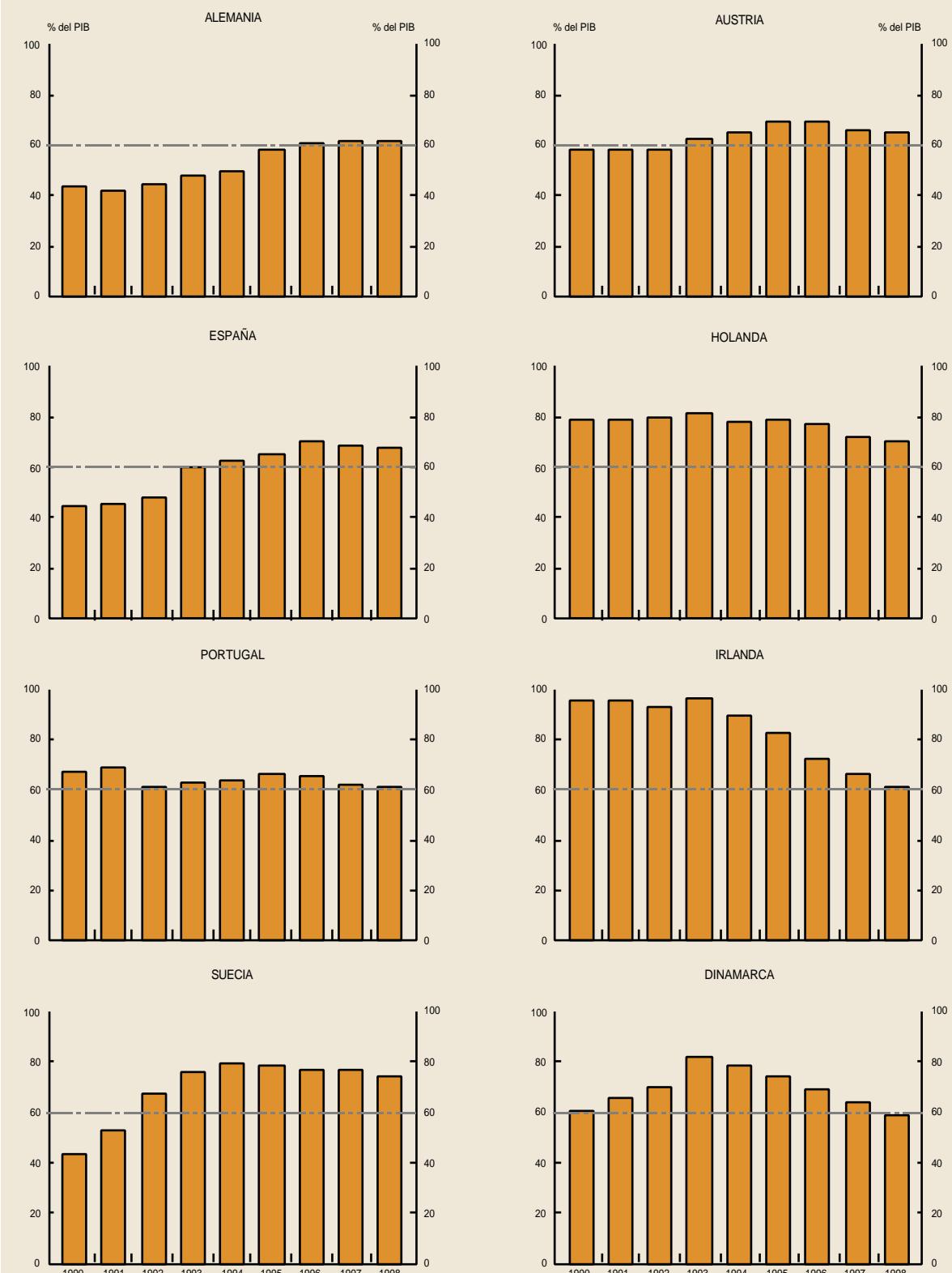


yas *ratios* de deuda pública eran superiores al 100 % del PIB ya en 1990; no obstante, a partir de 1994 la *ratio* de deuda se estabilizó y comenzó a descender en estos tres países, de forma más pronunciada en el caso de Bélgica, si bien el nivel de su deuda en 1993 era el más elevado (135 % del PIB) (véase gráfico 14).

Asimismo, destaca la fuerte corrección de las altas *ratios* de deuda de Irlanda y Dinamarca,

GRÁFICO 15

Evolución de la deuda pública (a)



Fuente: Comisión Europea.

(a) Países con *ratio* de deuda entre el 60% y el 80% del PIB en 1997.

que, tras ascender en 1993 hasta el 96,3 % del PIB y el 81,6 % del PIB, respectivamente, se han situado en 1997 en niveles muy próximos al nivel de referencia (66,3 % del PIB en Irlanda y 65,1 % del PIB en Dinamarca). Tal pauta de reducción ha inducido al Consejo a excluir a estos países el PDE, desde 1994 en el caso de Irlanda y desde 1996 en el de Dinamarca.

Entre los demás países, Alemania y Portugal son los que están más cerca de alcanzar la cota de deuda pública del 60 % del PIB (véase gráfico 15). La deuda alemana ha aumentado en 13 puntos porcentuales desde 1993, debido sobre todo al impacto de la reunificación. En el resto de los países —Holanda, Austria y Suecia, además de España—, las *ratios* de deuda han pasado a mostrar una trayectoria descendente en los últimos años, lo que les puede permitir, en un horizonte relativamente corto de tiempo, situar sus niveles de deuda pública en el entorno del 60 % del PIB, si profundizan en la senda de consolidación fiscal, en coherencia con la obligación de progresar hacia posiciones de equilibrio presupuestario o superávit, de acuerdo con lo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).

Estos resultados son indicativos de que, si bien la corrección de los desequilibrios fiscales ha sido significativa y ha ido en la dirección correcta, es preciso seguir avanzando, sobre todo para estar en condiciones de cumplir el objetivo a medio plazo del PEC, que entrará en vigor en enero de 1999. De acuerdo con estas premisas, se crearán las condiciones adecuadas para asegurar que la pauta de reducción de la deuda continuará en los próximos años, aunque aquellos países que todavía están muy lejos del 60 % tendrán que hacer esfuerzos adicionales para aproximarse a ese umbral lo más rápidamente posible. Los objetivos fiscales recogidos en los Programas de Convergencia de todos los países de la UE apuntan en esa dirección: en concreto, para 1998 todos los países contemplan nuevos avances en la consolidación fiscal.

3.3. EL CRITERIO DE ESTABILIDAD CAMBIARIA

Tal como establece el Tratado, la evaluación del criterio de estabilidad cambiaria se tiene que realizar tomando como período de referencia el correspondiente a los dos años anteriores al examen, que resulta ser el comprendido entre marzo de 1996 y febrero de 1998. El Tratado exige, en primer lugar, la pertenencia al MC del SME, en el que participan todos los países

de la UE, excepto Grecia (1), Reino Unido y Suecia.

La evolución de las monedas pertenecientes al MC, a lo largo del período de referencia, se ha caracterizado por una creciente estabilidad. Todas ellas han respetado con holgura las actuales bandas de fluctuación del ±15 % y no se ha producido ninguna devaluación, a petición propia, del tipo central de ninguna de ellas. Excepto la libra irlandesa, las demás divisas se han mantenido en niveles cercanos a sus respectivas paridades centrales bilaterales, respecto a las cuales no se han separado, en general, más allá del ±2,25 %, excepto en ocasiones concretas y de manera transitoria. Mención especial merece el comportamiento de la moneda irlandesa: desde finales de 1996, la libra irlandesa siguió una trayectoria apreciatoria autónoma, que, en los meses centrales de 1997, la llevó a distanciarse hasta cerca de un 12 % respecto a la moneda más débil. En los primeros meses de 1998 se invirtió tal tendencia, de modo que la divisa irlandesa fue acercándose gradualmente hacia sus paridades centrales, hasta situarse a una distancia del 2,5 % - 3 % (2).

El marco finlandés y la lira italiana pasaron a formar parte del MC el 14 de octubre y el 25 de noviembre de 1996, respectivamente. Si se computa el período anterior, desde marzo de 1996, sus cotizaciones frente a las monedas del MC se han encontrado en todo momento dentro de lo que serían sus posteriores bandas de fluctuación. Desde su ingreso en el MC, ambas monedas se han movido en niveles cercanos a sus paridades centrales, con una desviación máxima del 3 % en el caso del marco finlandés, y del -2,8 % en el de la lira, excluidas sus posiciones en relación con la libra irlandesa.

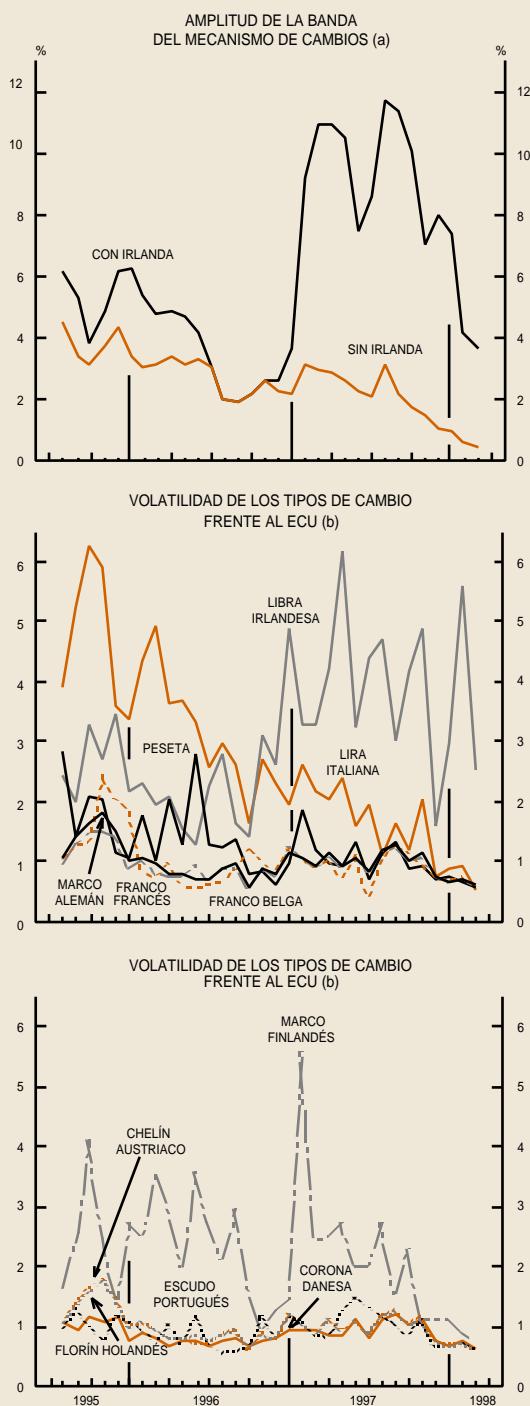
La creciente estabilidad dentro del MC de todas estas monedas y su progresivo acercamiento hacia las paridades centrales se ha reflejado en un notable estrechamiento de la amplitud de la parrilla. Si se excluye la libra irlandesa, a finales de 1995 la distancia entre la divisa más fuerte y la más débil estaba alrede-

(1) Grecia se incorporó al MC del SME el 14 de marzo de 1998, fuera del período de referencia.

(2) La situación descrita de la libra irlandesa, como moneda persistentemente apreciada frente al resto de las divisas del MC, condujo a que, el 14 de marzo de 1998, las autoridades irlandesas solicitaran una revaluación del 3 % de sus tipos centrales frente al resto de las divisas del MC, petición que fue aceptada. Conviene señalar que este cambio de paridades no cumple los requisitos de estabilidad cambiaria establecidos en el Tratado, ya que se trata de una «revaluación a petición propia» y no de una devaluación.

GRÁFICO 16

Amplitud de la banda y volatilidad de los tipos de cambio dentro del MC del SME



Fuente: Banco de España.

(a) Desviación máxima frente a la paridad del MC. Calculado como la desviación frente a la paridad central con el marco de la moneda más fuerte menos la desviación de la moneda más débil.

(b) Desviación típica, multiplicada por mil, de la primera diferencia del logaritmo neperiano de los tipos de cambio frente al ecu.

dor de los cuatro puntos porcentuales, y en febrero de 1998 dicha distancia era de un punto porcentual. En el gráfico 16 puede observarse cómo la posición de la libra irlandesa incrementó la amplitud de la parrilla hasta los doce puntos porcentuales en septiembre de 1997 y cómo, a pesar de su corrección posterior, se mantenía en torno a los cuatro puntos porcentuales en febrero de 1998.

La estabilidad cambiaria de las monedas del MC se ha visto, además, acompañada de un descenso notable de la volatilidad de sus tipos de cambio frente al ecu, que, salvo en el caso de la libra irlandesa, se ha situado en niveles mínimos históricos. Asimismo, se ha producido una alta convergencia entre los tipos de interés a corto plazo de las monedas del MC: los diferenciales de los tipos de interés a tres meses frente a las monedas con los tipos de interés más reducidos se han estrechado considerablemente, sobre todo en los casos de España, Portugal e Italia, que partían de niveles más elevados.

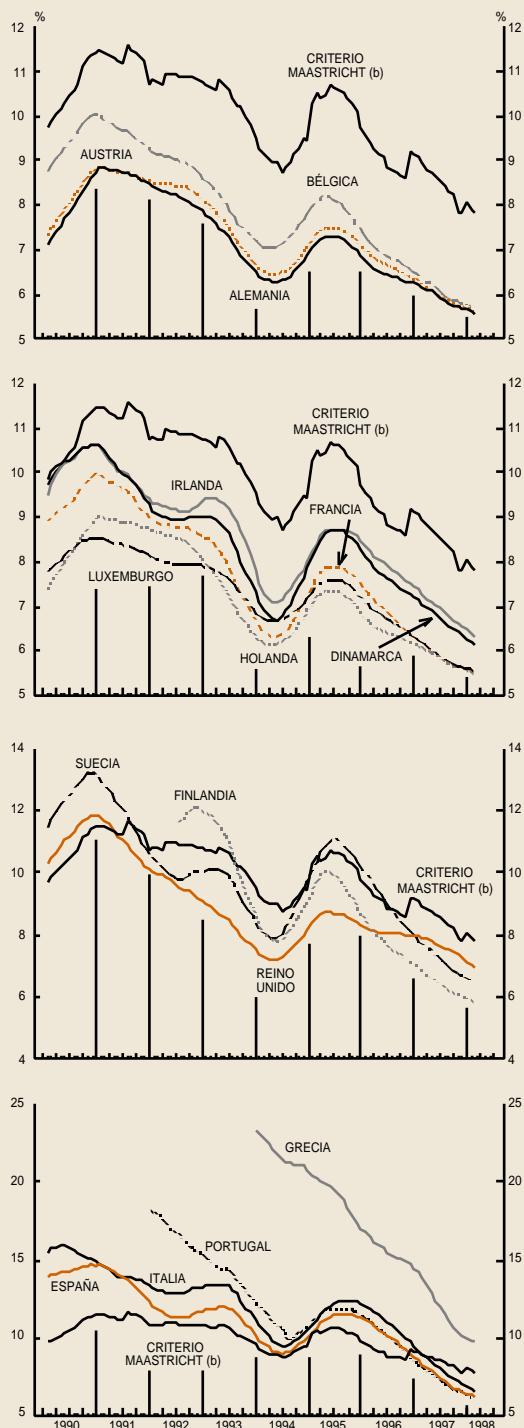
Por último, cabe señalar que los distintos indicadores de competitividad, calculados a partir de los tipos de cambio efectivos reales con distintos cocientes de precios relativos, sugieren que las monedas de la UE se encuentran en niveles razonablemente cercanos a las medias históricas, que podrían considerarse coherentes con los niveles de equilibrio. Los saldos por cuenta corriente —en general, equilibrados o con moderados superávit— corroboran esta conclusión.

3.4. EL CRITERIO DE TIPOS DE INTERÉS

En el período de referencia, comprendido entre febrero de 1997 y enero de 1998, todos los estados miembros de la UE, con la excepción de Grecia, registraron unos tipos de interés a largo plazo —en medias anuales, tal como establece el Tratado— inferiores al umbral de convergencia (véase gráfico 17). Dicho valor era, en el mes de enero, del 7,8 %, media aritmética, incrementada en dos puntos, de los tipos de interés de Austria (5,6 %), Francia (5,5 %) e Irlanda (6,2 %). En dicho mes, y haciendo abstracción del caso de Grecia, la distancia entre los rendimientos a largo plazo más elevados (Reino Unido, 7 %) y los más reducidos (Holanda, 5,5 %) era inferior a los dos puntos porcentuales, por lo que todos estos países estaban en condiciones de satisfacer el criterio, con independencia de los tres que fijaran el nivel de referencia. Grecia, único país que no cumple, registró, en términos generales, un fuerte descenso de los tipos de interés a largo

GRÁFICO 17

Evolución de los tipos de interés a largo plazo en los países de la UE (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Media de los últimos doce meses de los tipos de interés a largo plazo.

(b) Media de los tipos de interés de las tres economías menos inflacionistas más dos puntos. En enero de 1998, Austria, Francia e Irlanda.

plazo hasta mediados de 1997, momento a partir del cual se observó un ligero repunte. En el mes de enero de 1998, el rendimiento, en media anual, de los bonos griegos se situaba en el 9,8 %, esto es, 200 puntos básicos por encima del valor de referencia.

A lo largo de los años noventa, los tipos de interés a largo plazo de los países más estrechamente asociados al área del marco (Alemania, Austria, Bélgica, Holanda y Luxemburgo) y los de Francia han mostrado una elevada sincronía, y se han situado en niveles muy similares desde mediados de 1996. En este conjunto de países, los rendimientos a diez años mostraron una tendencia general a la baja, interrumpida tan solo en 1994, en el contexto de la crisis de los mercados de bonos internacionales acontecida en aquellas fechas. Los tipos a largo plazo del área han disminuido fuertemente, en general, desde noviembre de 1997, y han alcanzado mínimos históricos en los primeros meses de 1998.

En España, Italia, Portugal y Finlandia los tipos a largo, que se mantuvieron relativamente elevados durante la primera parte de la década, registraron un fuerte descenso desde mediados de 1995, que los acercó paulatinamente a los rendimientos de los países tradicionalmente más estables de la UE. En este sentido, en los cuatro Estados mencionados los diferenciales de tipos a largo frente a la divisa alemana han marcado niveles mínimos históricos, que en el caso de España eran, en marzo del presente año, de 20 puntos básicos.

En Irlanda y Dinamarca los tipos de interés a largo plazo disminuyeron a partir de 1995, aunque a un ritmo menor que en los países mencionados anteriormente. Igualmente, los diferenciales frente al marco se redujeron en el período considerado, aunque se mantienen en la actualidad por encima de los observados para los bonos españoles, portugueses, italianos y finlandeses. Asimismo, el Reino Unido, debido en parte a su diferente posición cíclica respecto al resto de los países de la UE, registró descensos menores de sus rendimientos a largo plazo, con lo que mantiene, en la actualidad, los tipos más elevados del área.

Entre los factores que han impulsado la reducción generalizada de los tipos de interés a largo plazo en el conjunto de la UE se encontrarían la disminución de las tasas de inflación y el proceso de consolidación de las cuentas públicas llevado a cabo, así como la confianza en que dicha consolidación se mantendrá una vez comenzada la tercera fase de la Unión Monetaria.