

---

## **EL AJUSTE MONETARIO**

Por el Académico de Número  
Excmo. Sr. D. Luis Angel Rojo Duque\*

Voy a tratar de insertar mi contribución a este ciclo de intervenciones relativas a la Unión Monetaria Europea (U.M.E.) sin incurrir en repeticiones. La forma más segura de conseguirlo consistirá en ceñirme a mi campo propio, la política monetaria, y centrar mi atención, dentro de él, en el tema que más preocupa al Banco de España en estos momentos, a saber: los problemas de ajuste monetario que habrá que afrontar a lo largo del período que resta hasta la constitución de la U.M.E. el 1 de enero del año 1999.

Como saben ustedes, el proceso conducente a la selección de países que podrán incorporarse inicialmente a la U.M.E. tendrá lugar en los meses de marzo, abril y mayo del año próximo. En los últimos días del mes de marzo, tanto la Comisión de Bruselas como el Instituto Monetario Europeo (I.M.E.) concluirán y procederán a elevar al Consejo de Ministros de Economía y Hacienda (ECOFIN) sus informes respectivos sobre el grado de cumplimiento de los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht por parte de cada uno de los países miembros de la Unión Europea. El Parlamento Europeo discutirá el tema y enviará su opinión al ECOFIN dentro del mes de abril. A la vista de todo ello, el ECOFIN elevará su propuesta de selección inicial de países al Consejo Europeo y éste adoptará y hará pública la decisión final en los primeros días del mes de mayo.

---

\* Sesión del día 18 de noviembre de 1997.

Inmediatamente después, los países seleccionados harán una declaración política conjunta anunciando los tipos de cambio fijos bilaterales entre sus monedas que servirán de base para establecer los tipos irrevocables de conversión de las mismas con el *euro* el 1 de enero de 1999 —tema al que me referiré enseguida—; además, el Consejo Europeo designará, por consenso, las personas que habrán de ocupar la Presidencia, la Vicepresidencia y las Direcciones ejecutivas —hasta un máximo de cuatro— del Banco Central Europeo (B.C.E.). Este y el Sistema Europeo de Bancos Central (S.E.B.C.) quedarán constituidos al concluir el mes de junio: en la fecha de su constitución cesarán las tareas del Instituto Monetario Europeo, que entrará en su fase de liquidación.

Hay que advertir que la decisión sobre la selección inicial de países no se fundamentará tan solo en el exámen del cumplimiento de los criterios de convergencia en sentido estricto sino que prestará también una gran atención al tema delicado de la sostenibilidad o continuidad de la convergencia en los distintos países. Este es el punto en el que podrían surgir conflictos de última hora. En lo que sigue supondré, sin embargo, que la U.M.E. se constituirá inicialmente con once países —entre los que estará, desde luego, España—, que tres países se autoexcluirán —el Reino Unido, Dinamarca y Suecia— y, finalmente, que Grecia no cumplirá los criterios de convergencia requeridos.

Decidida la selección inicial de países —y acotado, por tanto, el conjunto de países que quedarán inicialmente fuera de la Unión, bien porque no hayan superado el cumplimiento de los criterios de convergencia, bien porque, habiéndolo hecho, hayan optado por no incorporarse a la Unión en un primer momento—, se abre una fase interina que se prolongará hasta el último día del año 1998. Esta fase interina es importante: primero, porque en ese período 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 primer día hábil de 1999; y, segundo, porque esa fase interina podría presenciar agitaciones de los mercados que se expresasen, por un lado, en movimientos a favor o en contra de algunas de las monedas de los países seleccionados basándose en expectativas sobre ajustes cambiarios de última hora en relación con la fijación de los tipos de conversión definitivos entre sus monedas y respecto del euro y, por otro lado, en ataques a las monedas de los países que hayan quedado fuera de la Unión en función de las expectativas sobre su más o menos pronta incorporación a la misma, y, por tanto, sobre la firmeza de su voluntad sobre el mantenimiento de políticas de estabilidad.

Para minimizar dichos riesgos se ha aprobado, en primer lugar, un convenio marco a aplicar entre los países seleccionados y los países que queden,

por una u otra causa, fuera de la Unión Monetaria, dentro del cual, podrá llegarse a acuerdos que permitan a los países no miembros de la Unión, y que continúen aplicando políticas estrictas de convergencia, colaborar con el Banco Central Europeo para evitar las perturbaciones cambiarias injustificadas.

Por otra parte, y como ya se ha señalado antes, se ha acordado que los países inicialmente seleccionados harán, en los primeros días de mayo, una declaración política conjunta y formal anunciando cuáles serán los tipos de cambio bilaterales entre sus monedas a partir del 1 de enero de 1999. Paso a tratar este tema con más detalle. El *Ecu*, hoy existente, es una moneda-cesta, es decir, una moneda en la que participan prácticamente todas las monedas nacionales de los países de la Unión Europea, con distintas ponderaciones; por consiguiente, el valor del *Ecu*, por ejemplo, frente al dólar varía diariamente reflejando las correspondientes variaciones en los valores frente al dólar de las monedas nacionales componentes, multiplicadas por las correspondientes ponderaciones. El Tratado de Maastricht dice que el *Ecu* dejará de existir el último día del año 1998 y que será sustituido por el *Euro*, a todos los efectos, el 1 de enero de 1999; y dice, además, que esa sustitución se hará en la relación 1/1, es decir, un *Euro* por un *Ecu*. Advertan ustedes, sin embargo, que el número de monedas nacionales que hoy contribuyen al valor del *Ecu* es superior al número de monedas de los países que se integrarán inicialmente en la U.M.E. ¿Cómo interpretar entonces esa relación de 1/1 entre el *Euro* y *Ecu* que establece el Tratado de Maastricht?

Se ha acordado que la interpretación correcta es la siguiente: las monedas de los países incorporados a la UME deberán estar relacionadas entre sí, el primer día del año 1999, por unos tipos de cambio bilaterales idénticos a los que hayan registrado en los mercados a las 14'15 horas del último día hábil de 1998. Por consiguiente, cuando los países seleccionados anuncien conjuntamente, en los primeros días de mayo de 1998, los tipos de cambio bilaterales que regirán entre sus monedas al iniciarse el año 1999, estarán comprometiéndose a utilizar todos sus medios —que son muchos— para asegurar que los correspondientes tipos de cambio de mercado entre sus monedas, a las 14'15 horas del último día hábil de 1998, serán idénticos a los tipos de cambio bilaterales preanunciados.

El Tratado de Maastricht dice estrictamente que el 1 de enero de 1999 se fijarán los tipos de conversión con el Euro de las monedas nacionales de los países integrantes de la U.M.E. ¿Por qué, entonces, en mayo de 1998 los países seleccionados van a anunciar los tipos de cambio bilaterales que regirán entre sus monedas el 1 de enero de 1999 en lugar de anunciar los tipos de conversión de cada una de ellas respecto del *Euro*? La razón es clara: puesto que un *Euro* será igual a un *Ecu* y en el *Ecu* participan más monedas que las que se incorporarán

a la U.M.E., el preanuncio de los tipos de cambio bilaterales —y, por tanto, de los tipos mercado que se registrarán el último día hábil de 1998— no basta para fijar por anticipado cual será el valor del *Ecu* ese día puesto que este valor variará también con los valores que en ese día alcancen las monedas de los países que no se incorporen a la U.M.E. Así, por ejemplo, dados los tipos de cambio bilaterales anunciados de las monedas que se incorporarán al área del *Euro*, el valor del *Ecu*, el último día hábil de 1998, será tanto mayor cuanto más alta sea, ese día, la cotización de la libra esterlina y tanto más bajo cuanto más depreciada esté, ese día, la moneda británica. Dicho aún de otro modo: aún fijados los tipos de cambio bilaterales entre las monedas participantes en la U.M.E., el valor del *Ecu* el último día hábil de 1998 —y, por tanto, el valor del *Euro* el primer día hábil de 1999— sólo quedará determinado cuando se conozcan las cotizaciones de las monedas no participantes en la U.M.E. en la primera de esas fechas. Por consiguiente, en mayo de 1998 los gobiernos de los países que vayan a incorporarse inicialmente a la U.M.E. podrán preanunciar los tipos de cambio bilaterales entre sus monedas para el comienzo de 1999, pero no el valor del *Euro* ni, por tanto, los tipos de conversión de sus monedas respecto del *Euro*.

El preanuncio de los tipos de cambio bilaterales, en el mes de mayo próximo, tiene un objetivo obvio: reducir los posibles movimientos especulativos sobre las monedas de los países seleccionados durante el período interino restante hasta el 1 de enero de 1999. Si se anuncian los tipos de cambio bilaterales que regirán en ésta última fecha y los tipos anunciados tienen credibilidad —como la tendrán, sin duda— quedará fijado, por así decirlo, el punto final del avance de cada moneda hacia la U.M.E. Es posible y probable que, durante ese período, los tipos de interés a corto plazo continúen difiriendo de un país a otro, aunque dentro de ciertos límites y avanzando paulatinamente hacia su coincidencia final; pero en estas condiciones los beneficios del arbitraje entre monedas serán cada vez menores y cada moneda se irá aproximando a su tipo de cambio preanunciado. Al final del proceso, los tipos de interés a corto plazo de todos los países que vayan a incorporarse al área del *Euro* serán idénticos entre sí y las monedas respectivas se habrán ajustado plenamente a los tipos de cambio preanunciados. Dados esos tipos de cambio bilaterales y ya conocido el valor del *Ecu* a 31-XII-1998, será automática la fijación de los tipos de conversión de las monedas en términos de *Euros*.

Como consecuencia de todo lo anterior, el período que resta hasta la constitución plena de la U.M.E. aparece dominado por dos fechas: la primera, en los primeros días del mes de mayo próximo, cuando se hará público el grupo de países seleccionados para la U.M.E. y se anunciarán los tipos de cambio bilaterales que serán utilizados para determinar los tipos de conversión en *Euros*; la

segunda, el 1 de enero de 1999, cuando quedará constituida la U.M.E. y se iniciará la política monetaria común.

¿Cuáles son los problemas de adaptación a los que habrán de enfrentarse las políticas monetarias de los países que se incorporen inicialmente a la U.M.E., de aquí al 1 de enero de 1999? Son los problemas del ajuste a un tipo de interés a corto plazo único —que, como hemos visto, habrá de prevalecer al concluir el año 1998— desde la posición actual, caracterizada por una cierta dispersión de dichos tipos de interés entre los países de la zona.

En efecto, hoy día, un núcleo de países con una notable tradición de estabilidad —Alemania, Francia, Bélgica-Luxemburgo y Holanda, Dinamarca, Finlandia y Austria— mantienen unos tipos de interés a corto plazo que apenas se desvían del tipo alemán, que es, hoy, del 3.30%. Un segundo grupo de países —España, Portugal e Italia— presentan tipos de interés a corto plazo más altos —5%, en España; 5.5%, en Portugal; 6.50% en Italia— porque solo recientemente han conseguido bajar sus tasas de inflación hasta niveles coherentes con la estabilidad de precios y desean asegurarse de que las expectativas de precios se adaptan a la nueva situación. Irlanda, por su parte, mantiene un tipo de interés a corto plazo superior al 6% porque desea mantener su baja tasa de inflación en una situación caracterizada por unas tasas de crecimiento real muy rápida; del orden del 7%.

Finalmente, los tipos de interés a corto plazo son, hoy, del 7.25% en el Reino Unido, del 4.25% en Suecia y del 13% en Grecia. Pero dejaré de lado a estos países porque no van a incorporarse inicialmente a la U.M.E.

En estas condiciones, los temas del ajuste monetario de los países que van a participar en la U.M.E. son dos: primero, ¿cuál es el nivel del tipo de interés a corto plazo al que habrá de producirse, finalmente, la conjunción de los dispares tipos de interés nacionales hoy existentes? Segundo, ¿qué sendas o ritmos temporales deberán seguir los tipos de interés a corto plazo nacionales para alcanzar ese nivel común en el punto final?

Para aproximarse a este problema conviene examinar las condiciones actuales de las economías del área y las previsiones relativas a las mismas para el próximo período de uno o dos años.

Centrémonos en el Continente, pues el Reino Unido lleva una evolución cíclica mas avanzada, con tasas de crecimiento del 3% al 4% desde el año 1994; sus problemas para el próximo futuro consisten en controlar la pérdida nor-

mal de ritmo de su economía y moderar su tasa de inflación. Irlanda, por su parte, en buena medida arrastrada por la expansión británica, viene mostrando ritmos de expansión muy fuertes y su mayor problema consiste en la fuerte apreciación de su moneda respecto de su paridad central, que es consecuencia de los altos tipos de interés con los que trata de impedir —con éxito, hasta ahora— una aceleración de la inflación.

El conjunto de los países continentales del área, después de un período de muy modesto crecimiento con claros elementos de deflación, vienen mostrando, desde la segunda mitad de 1996, una recuperación que se ha expresado en tasas de avance real crecientes a lo largo del año actual. El conjunto de estos países avanza, en definitiva, por una fase de expansión cíclica que debería mantenerse en los próximos años. Aunque la dispersión de las tasas de crecimiento del área no es grande —en torno a una media del 2'5% en 1997 y de un 3% esperado para los dos próximos años—, la posición cíclica de cada país es lógicamente distinta: algunos de ellos están bastante avanzados en la expansión, como son los casos de Dinamarca, España, Luxemburgo, Holanda, Portugal y Finlandia, todos ellos con ritmos de crecimiento que tienden a exceder, hoy, el 3%; otros, como Alemania, están en una posición intermedia, creciendo hoy a tasas ligeramente superiores al 2%; otros, en fin, como Francia, Bélgica, Austria e Italia se mueven en tasas mas bajas del orden del 1'5% al 2%.

La tasa de inflación del área es modesta —del orden del 2%, en promedio, en 1997—; pero ha mostrado una cierta tendencia a repuntar en los últimos meses debido a los mayores ritmos de expansión, a la mayor facilidad que la expansión está ofreciendo para trasladar a los precios interiores los más altos precios de importación resultantes de la fuerte apreciación del dólar en este año y a los frecuentes aumentos de impuestos indirectos que se están registrando para tapar los agujeros fiscales aún existentes a falta de una mayor voluntad para reducir gastos.

En conjunto, tras el esfuerzo de consolidación fiscal realizado con generalidad en los últimos años —que ha reducido el déficit público medio del área desde el 5'4% del PIB en 1994 al 2'7% esperado para 1997—, el ánimo de disciplina final parece estar entrando en una fase de mayor complacencia que la Comisión de Bruselas ha calificado de «decepcionante» y que no parece que vaya a rebajar el mencionado déficit público medio del área por debajo del 2'3% del PIB en 1998. Por otra parte, las condiciones monetarias son, en general, bastante relajadas: en Alemania, para tomar la referencia básica, el nivel actual del tipo de interés a corto plazo, del 3'30% es bastante inferior a su nivel medio histórico.

Pues bien, en estas condiciones que he descrito de modo sumario y burdo, y volviendo al tema básico al que me estoy refiriendo, todo hace esperar que, a lo largo de los catorce próximos meses, los países del grupo con tipos de interés más bajos tiendan a elevarlos a medida que avanza la expansión para evitar la consolidación de los repuntes inflacionistas; y que, por el contrario, los países con tipos de interés más altos —España, Portugal e Italia— reduzcan los suyos hasta lograr la conjunción necesaria de unos y otros en el nivel común que deberá existir a finales del próximo año. Irlanda, por su parte, habrá de afrontar un problema especial: si se mantienen los actuales niveles de cotización de su moneda y si, como parece probable, los tipos de cambio finales anunciados no están muy alejados de las paridades centrales, Irlanda habría de aceptar una depreciación de su divisa en torno a un 7% al tiempo que habría de reducir su tipo de interés a corto plazo en varios puntos porcentuales; como todo esto tendría efectos inflacionistas claros, es probable que Irlanda se vea obligada, en los próximos meses, a revaluar su paridad central en varios puntos porcentuales para acercarla a la cotización actual de mercado.

Ahora bien: las cosas son más complejas de lo que parecerían indicar estos trazos generales. La mayor complejidad deriva de las posiciones características de cada país dentro de cada uno de los grupos indicados.

Dentro del grupo de países estables, Alemania, que es la referencia básica del mismo, avanzará en su período de expansión y puede encontrarse con tensiones inflacionistas en el paso de 1998 a 1999 como consecuencia de una elevación temida de sus costes unitarios del trabajo. Se teme que su tasa de inflación, hoy en el 1'7%, pueda alcanzar el 2'6% en 1999. Esto debería llevar a Alemania a elevar sus tipos de interés con alguna firmeza en los próximos meses; y, de hecho, los mercados, que conocen bien la situación, están prediciendo, en estos momentos, unos tipos de interés a corto plazo alemanes situados sólo ligeramente por debajo del 5% para el último trimestre de 1998. En esa evolución alcista de los tipos de interés seguirían, sin duda, a Alemania países del grupo estable, como Holanda, Dinamarca y Finlandia, que también albergan temores respecto de la inflación futura.

Sin embargo, otros países del grupo estable —Francia, Bélgica y Austria—, más retrasados en el ciclo y sin temores inflacionistas, se oponen a las elevaciones de tipos de interés en Alemania y presionan al Bundesbank para que no les arrastre por tal camino. Para esos países, los tipos de interés a corto plazo no deberían subir por encima del 3'5% en los próximos meses.

Así que los países con tipos más altos —entre los que nos encontramos, con Portugal e Italia— tienen ante sí un horizonte bastante incierto. To-

men el caso de España. Si los tipos alemanes subieran el año próximo hasta cerca del 5%, el Banco de España apenas tendría que bajar sus tipos actuales; si, por el contrario, dominaran las presiones francesas para impedir elevaciones de tipos por encima del 3'50%, el Banco de España habría de reducir los suyos en un punto y medio en el próximo futuro. En este caso, la reducción alcanzaría los dos puntos porcentuales para Portugal y casi tres puntos para Italia.

Los bancos centrales de estos países de pasado inflacionista reciente están interesados, desde luego, en bajar lentamente sus tipos de interés y no hacerlo de modo abrupto para no perder credibilidad, seguir apoyando las bajas tasas de inflación alcanzadas y no alentar aceleraciones rápidas de sus tasas de expansión —especialmente en un año como 1998 en el que ninguno de ellos va a recibir ayuda, para esa tarea, de unos presupuestos públicos que son insuficientemente restrictivos—. Pero el problema de los ritmos de descenso de sus tipos de interés se ve incrementado, para esos países, porque no están seguros de cual será el nivel de tipos al que deberán hacer confluir los suyos, definitivamente, en la segunda parte del año próximo.

Y concluyo con una consideración final. Francia, apoyada por Alemania, viene diciendo en las últimas semanas, en su esfuerzo por frenar una subida de tipos de interés, que el Banco Central Europeo deberá conducir su política monetaria común teniendo en cuenta sólo la posición de los países más estables del área. Yo no sé si se dan cuenta de que —en contra de lo que pretenden sugerir—, tal política tendría un sesgo claramente inflacionista para el conjunto del área. Si en una U.M.E. hay países con diferentes tasas de expansión —como los habrá inevitablemente— y la política monetaria se ajusta a la posición de los más estables, los tipos de interés fijados por el B.C.E. serían inadecuadamente bajos para el conjunto del área y sus consecuencias serían inflacionistas. Sólo puedo comprender esta postura si están pensando que sea el B.C.E. el que cargue —tarde y mal— con la tarea de subir los tipos de interés, al comienzo de la U.M.E., para mantener la estabilidad buscada.