

## Los dividendos del euro y los retos de la política monetaria única

El año del examen de la convergencia se ha saldado con el éxito de la integración de la economía española en la Unión Monetaria, gracias a las cotas de estabilidad y disciplina macroeconómicas alcanzadas, que han permitido superar con holgura los requisitos establecidos y abordar la integración en condiciones similares a las de los restantes países participantes. La economía española llega a la tercera fase de la unión monetaria, además, con un considerable dinamismo económico y un fuerte crecimiento del empleo, sin que los efectos de la crisis financiera internacional hayan generado las turbulencias que, en episodios anteriores se produjeron, ni, hasta el momento, hayan tenido un impacto significativo sobre el ritmo de actividad.

Estos resultados han venido a confirmar los argumentos que postulaban la complementariedad entre estabilidad macroeconómica y crecimiento. Se trata de una experiencia que contradice las inclinaciones al excesivo gradualismo y a la falta de ambición en los objetivos de estabilización macroeconómica que, con tanta frecuencia socavaron en el pasado, la eficacia de las políticas monetarias y financieras orientadas a la estabilidad.

### 1. Los dividendos del euro

La complementariedad entre crecimiento económico y estabilidad se ha visto facilitada, en la recta final hacia la Unión Monetaria, por el disfrute anticipado, por la economía española, de los dividendos del euro. Una vez que los mercados y los agentes económicos concedieron credibilidad a la posibilidad de que España formase parte del núcleo de los países fundadores de la Unión Monetaria —gracias a la firme orientación de las políticas económicas adoptadas que lograron frustrar el proyecto de una integración monetaria a dos o más velocidades— el proceso empezó a aprovecharse de múltiples efectos beneficiosos. Se pusieron en marcha expectativas autorrealizables en el triple frente de los precios, los tipos de interés y el tipo de cambio, que facilitaron enormemente la labor a las políticas monetarias y fiscales.

El cumplimiento de los objetivos directos de inflación, que venía fijando el Banco de España desde la aprobación de la Ley de Autonomía, se vio facilitado por la credibilidad que fue adquiriendo la política monetaria, y por el cambio de expectativas que supuso la propia perspectiva de acceso a la Unión Monetaria. Dicha perspectiva ha tendido a anclar sólidamente la fijación de los precios de los bienes y servicios comerciables con su evolución en los países centrales de la Unión Europea y ha

José Luis Malo de Molina  
Director General del Banco de España

facilitado una progresiva convergencia de las tasas de aumento de los salarios con el descendente ritmo de crecimiento de los precios de consumo, aunque haya sido con cierto retraso.

El balance positivo con el que se ha cerrado la última fase de ejercicio de la soberanía nacional en materia de política monetaria se debe, en una gran parte, a la estrecha articulación establecida entre los objetivos de control de la inflación, perseguidos de forma explícita por la política monetaria, y la orientación globalmente estabilizadora de la política de convergencia. Los intentos infructuosos de convergencia realizados entre 1986 y 1992, como consecuencia de una combinación inadecuada de políticas, caracterizada por la soledad de la política monetaria en los esfuerzos estabilizadores frente a una política fiscal expansiva y una insuficiente contención de los costes, se saldaron, como es bien sabido, con una serie de devaluaciones en la peseta y una profunda recesión económica. Tras una fase transitoria de inevitable indefinición, en 1994, se puso en marcha la nueva estrategia de objetivos directos y explícitos en materia de inflación, que en un marco de políticas económicas más equilibradas y coherentes con la meta de la convergencia, ha contribuido decisivamente a la incorporación de España a la Unión Monetaria.

El resultado satisfactorio alcanzado durante esta última fase se debe también, en parte, a la adecuación y a las buenas propiedades del nuevo esquema de política monetaria, que permitió superar los problemas e insuficiencias de las fórmulas que se habían ensayado en el pasado y que permitieron que las competencias atribuidas al Banco de España con su Ley de Autonomía no se vieran afectadas por las carencias de credibilidad que habían aquejado a las estrategias de control de los agregados monetarios o los compromisos de estabilidad cambiaría en el pasado.

La nueva estrategia de objetivos suponía un reconocimiento explícito de la complejidad de los mecanismos de transmisión que median entre las variables que están al alcance del control de las autoridades monetarias —básicamente los tipos de interés a más corto plazo— y el comportamiento final de los precios. Reconociendo esta complejidad, se trataba de evitar a toda costa dar la impresión de que la inflación es una variable que se encuentra bajo una influencia directa y efectiva del banco central y que la estabilidad de los precios es una competencia exclusiva de la política monetaria de la que, una vez confiada a un banco central independiente, los demás componentes de la política económica pueden desentenderse.

La ventaja de este modelo se ha revelado especialmente importante en el terreno de la transparencia y la comunicación. La experiencia ha demostrado que los objetivos explícitos de inflación son más fácilmente comprensibles y tienen una influencia más inmediata en la formación de las expectativas, especialmente cuando se trata de abatir la inflación.

El éxito en el cumplimiento de los objetivos de inflación y los avances decisivos hacia la convergencia permitieron al Banco de España seguir una estrategia de reducción gradual de los tipos de interés de intervención desde el 9,25% en el que se encontraban a finales de 1995, cuando se empezaron a cosechar los primeros resultados de una nueva estrategia, hasta el 3%, en que quedaron situados a principios de diciembre de 1998 como resultado de una operación concertada entre todos los bancos centrales de los países participantes en la Unión Monetaria para fijar con anticipación el tipo de interés que prevalecerá al inicio de este proceso, despejando así todos los elementos de incertidumbre que subsistían y facilitando la delicada transición al euro.

Durante este proceso, el Banco de España ha manejado con cautela el margen de maniobra cada vez más reducido del que disponía —como consecuencia de las expectativas que generaba el propio progreso en la convergencia—, con el fin de ir asegurando la sostenibilidad de los resultados que se iban alcanzando y de colaborar a la creación de un contexto macroeconómico compatible con lo que habría de ser el tono de la política monetaria única.

El mantenimiento de un cierto diferencial en los tipos de interés de intervención durante la mayor parte del año, dejando para el final un cierto escalón en la convergencia de los tipos de interés, ha permitido proteger los mercados financieros españoles respecto a cualquier fenómeno de incertidumbre que podría haber surgido. Por otra parte, dicho diferencial parecía consistente con el mayor dinamismo relativo de la economía española y las diferencias de inflación que subsistían con los países del núcleo. Esta política de tipos de interés ha facilitado también que la aproximación del tipo de cambio de la peseta a su paridad central se hiciera de manera gradual desde una posición de cierta apreciación, evitando en todo momento la eventualidad de una cotización por debajo de la paridad central, que podría haber generado incertidumbres sobre la fase final de la convergencia. Aunque a este respecto es necesario señalar que el preanuncio de las paridades de conversión al euro en el Consejo Europeo de mayo y el cumplimien-

to de los criterios de convergencia han actuado como una poderosa palanca para asegurar la estabilidad del Sistema Monetario Europeo durante la fase que se preveía como más problemática para la transición a la Unión Monetaria. Los masivos ataques especulativos, que algunos predecían, para poner a prueba la voluntad política que subyacía al proyecto o el realismo de las paridades preanunciadas, no se han producido, y la convergencia de tipos de interés y de tipo de cambio se ha completado con una asombrosa suavidad. Puede decirse que la reflexión anticipatoria realizada con el fin de diseñar los mecanismos apropiados para prevenir los posibles riesgos ha dado los frutos esperados.

La administración cautelosa de los descensos de los tipos de interés en España ha hecho posible que esta estrategia fuese percibida en todo momento como coherente con el progreso en la estabilidad y la convergencia, lo que facilitó su generalización a todos los mercados e instrumentos financieros, con una intensidad y velocidad muy superiores al patrón habitual de conducta.

De esta manera, los agentes económicos se han beneficiado simultáneamente y con rapidez de los efectos de la reducción de la inflación y del abaratamiento de los recursos financieros, que han generado estímulos expansivos sobre la producción y el gasto; sobre la oferta y la demanda. Las familias han ido aumentando su propensión a consumir en un contexto de confianza creciente y de aumentos en el valor de la riqueza financiera, a pesar de la creciente influencia de la incertidumbre financiera internacional sobre los mercados de capitales. Las empresas han ido encontrando un creciente atractivo por la inversión como resultado de una comparación cada vez más favorable entre sus ratios de rentabilidad y los costes de la financiación ajena. De hecho los últimos datos disponibles muestran que los niveles de rentabilidad, alimentados por unos crecientes beneficios, siguen una tendencia ascendente que supera las cotas históricas máximas, mientras que los costes de la financiación ajena siguen una tendencia decreciente por debajo de las cotas históricas mínimas. Por su parte, las Administraciones Públicas han percibido como el esfuerzo de consolidación presupuestaria se ha visto notablemente facilitado por la tendencia a la contención de los gastos públicos más o menos vinculados con la inflación (salarios y pensiones principalmente), por la drástica disminución de los gastos financieros —que han ido bajando desde 5,5% del PIB en 1995 hasta algo menos del 4,0% en 1999— y por los resultados de las privatizaciones en una coyuntu-

ra favorable propiciada por la evolución del ahorro y las condiciones proclives a la inversión en capital-riesgo.

## 2. Los retos de la política monetaria única

La secuencia de efectos beneficiosos, forzosa-mente esquematizada en los párrafos anteriores, constituye lo que en este artículo se quiere denominar como los dividendos del euro, que han venido a retribuir la aplicación de unas políticas apropiadas y a evidenciar el visible provecho que se deriva de la estabilidad macroeconómica. Como resultado de todo ello, la economía española afronta el paso a una situación de soberanía monetaria compartida desde unas condiciones iniciales adecuadas. Sin embargo, esta situación no debe ocultar el alcance de los retos que se han de afrontar en el futuro.

La desaparición de las monedas nacionales supone la eliminación de la última de las barreras que todavía introducían algún elemento de segmentación entre los mercados nacionales de la zona euro, por lo que supondrá un nuevo aumento de la competencia. Y los problemas que ello pueda plantear deberán abordarse con un conjunto de instrumentos de política macroeconómica considerablemente más restringido.

La política monetaria común vendrá dictada por las condiciones de estabilidad y crecimiento económico del área euro en su conjunto, sin que el Banco Central Europeo pueda tener en cuenta las peculiaridades o los requerimientos de carácter regional. Este es un aspecto intrínseco del proyecto, que sólo podría modificarse mediante una traumática vuelta atrás. De ello se derivan dos importantes consecuencias. Es inevitable que, como resultado de las diferencias de tamaño de las economías nacionales, el tono de la política monetaria única esté más influido por las condiciones prevalecientes en los países más grandes. Un rebrote de la inflación de un punto porcentual en España apenas implicaría un aumento de una décima en la inflación media de la zona del euro, por lo que difícilmente cabría esperar alguna reacción de la política monetaria común. La situación sería diferente si el mismo problema surgiera en Alemania o en Francia. La segunda consecuencia es que la integración monetaria aumenta necesariamente la responsabilidad que los otros componentes nacionales de la política económica han de asumir para asegurar la compatibilidad de sus condiciones macroeconómicas con el tono de la política monetaria única.

Los componentes nacionales de la política económica, especialmente la política presupuestaria y las políticas microeconómicas de oferta tendentes a aumentar la flexibilidad y el funcionamiento competitivo de la economía, deberán estar en condiciones de desempeñar un papel activo para afrontar las posibles discrepancias cíclicas que puedan surgir, las perturbaciones asimétricas que se puedan presentar o las diferencias que puedan producirse en la transmisión de los impulsos monetarios, como consecuencia de las particularidades nacionales que subsistan en el comportamiento de los mercados e instituciones financieras o en los hábitos de conducta de los agentes.

La fijación del tipo de interés de inicio de la Unión Monetaria en el 3%, en el marco de una actuación coordinada de los bancos centrales de la zona euro, ha estado determinada por consideraciones relativas al conjunto de dicha zona. Como se decía en la nota de prensa publicada por el Banco de España, aunque la situación del área euro venía manifestando una notable estabilidad, no se podía descartar que los factores de incertidumbre que prevalecen en el entorno internacional pudieran implicar riesgos de debilitamiento del ritmo de actividad. En esa situación, las favorables perspectivas de estabilidad monetaria y de precios en la futura unión monetaria hacían posible una acción preventiva frente a tales riesgos mediante una bajada de los tipos de interés a corto plazo. La participación del Banco de España en esta actuación concertada entraba dentro de la lógica de la culminación del proceso de integración en la unión monetaria. A pocas semanas del inicio de la tercera fase de la misma, las decisiones de política monetaria del Banco de España tenían que estar estrechamente vinculadas a dicho proceso.

Como consecuencia de todo ello, la economía española empieza su andadura dentro de la zona euro con unos tipos de interés nominales a niveles históricamente muy bajos, resultantes de la plena convergencia de los tipos de intervención en la cota mínima de las últimas décadas en las economías centroeuropeas. La plena convergencia en los tipos de interés nominales —con sólo pequeños diferenciales en los tramos más largo de la curva de rendimiento de la deuda pública— cuando se confronta con la persistencia de pequeñas diferencias en la tasa de inflación —que todavía se sitúa en España algunas décimas por encima de la de los países del núcleo—, determina la existencia de unos tipos de interés reales en España algo inferiores al resto del área. Puede decirse, por lo tanto, que la economía española aborda la introducción del euro con unas condiciones moneta-

rias relativamente holgadas, sobre todo cuando se compara con su trayectoria pasada y se tiene en cuenta lo reciente que ha sido su aproximación a un régimen de estabilidad de los precios.

La holgura de las condiciones monetarias, cuya manifestación más visible es el alto ritmo de crecimiento de empresas y familias —cerca del 15% a finales de 1998—, debe interpretarse a la luz del elevado dinamismo que mantiene la actividad económica en la prolongación de la fase expansiva del último ciclo. Cabe esperar que el ritmo de crecimiento económico vaya atemperándose conforme se vayan haciendo visibles los efectos de la desaceleración de la economía mundial inducida por la reciente crisis financiera internacional. No obstante, ello no evitará que el motor del crecimiento se vaya desplazando cada vez más hacia la demanda interna y que el déficit comercial continúe aumentando.

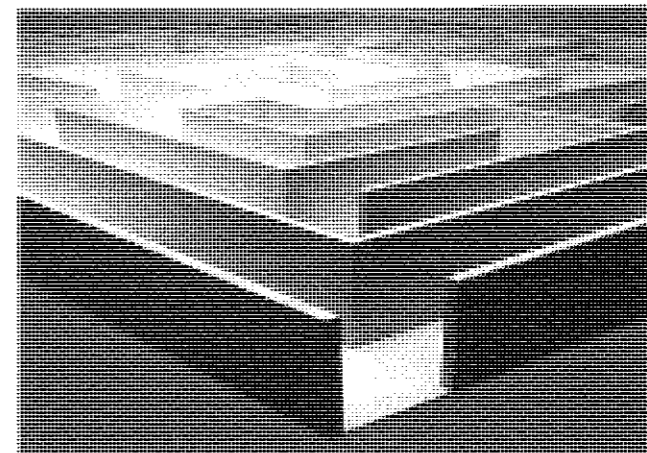
El principal peligro que se deriva de una cierta holgura de las condiciones monetarias en una economía en fase de expansión es el que se inicie un período de deterioro de la competitividad como consecuencia de una presión excesiva de la demanda interna sobre unas condiciones de oferta insuficientemente flexibles.

Si se produjera tal proceso, la política macroeconómica no podría actuar ni mediante la política monetaria —para frenar la presión de la demanda interna— ni mediante el ajuste cambiario —para compensar las pérdidas de competitividad acumuladas—. Los riesgos de un ajuste, a través, de una desaceleración de la actividad y del empleo, serían importantes. Para conjurar esos riesgos, es imprescindible la actuación anticipatoria de los componentes nacionales de la política económica. En primer lugar, parece conveniente acelerar el proceso de consolidación fiscal para cumplir con prontitud los requerimientos del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento y actuar compensatoriamente sobre el efecto de la holgura relativa de las condiciones monetarias sobre la demanda interna. Una actuación de este tipo —en línea con la orientación de los Presupuestos Generales para 1999— permitiría además recuperar el margen de maniobra que la política presupuestaria puede necesitar en otras fases del ciclo.

En segundo lugar, es necesario profundizar en la liberalización económica con el fin de aumentar la capacidad de respuesta de la oferta, de manera que el dinamismo de la demanda se traslade a la producción y el empleo y no de lugar a un deterioro de la competitividad. La flexibilidad de la economía sigue siendo el reto principal de las transformaciones que implica la adopción del euro como

moneda única. En general, las condiciones macro-económicas de la economía son adecuadas para afrontar con éxito estas transformaciones y el tejido empresarial español tiene unos niveles de rentabilidad que ofrecen el margen suficiente para asumir los esfuerzos de adaptación necesarios a un contexto de mayor exigencia competitiva. Estas mismas condiciones son propicias para intensificar y acelerar el proceso de liberalización y de aumento de la competencia. Las cuentas de resultados de las empresas pueden soportar, en general, los costes que en algunos sectores podría implicar el aumento de la competencia. Sería más difícil liberalizar en condiciones menos favorables, pero, en todo caso, habría que hacerlo en beneficio de los consumidores y para contar con una economía con la flexibilidad suficiente para asegurar el éxito a medio y largo plazo de la entrada en el euro. En todo caso, la situación con que la economía española aborda la unión monetaria y los retos que plantea el euro no justifican levantar el pie acelerador en el ritmo de introducción de las reformas liberalizadoras, sino que, por el contrario, aconsejan aprovechar al máximo los estímulos y oportunidades para profundizar en esta línea de actuación que se va a presentar en el futuro inmediato. □

Si cuando le hablan de  
 productos bancarios, fondos de inversión,  
 bolsa, fiscalidad, rentabilidad, etc.,  
 tiene esta sensación...



...acuda a nosotros,  
 lo verá todo más fácil.

FIBANC pone a disposición de cada uno de sus clientes un servicio de asesoramiento y gestión personalizada realizado a través de nuestros Directores de Cuentas, profesionales que, de acuerdo con sus deseos y necesidades, le aconsejarán la opción más adecuada para mejorar el coste, rentabilidad y fiscalidad de sus cuentas, sus ahorros y sus inversiones.

Si usted también quiere disfrutar de un servicio y asesoramiento personalizado y mejorar su rentabilidad y fiscalidad, llámenos para concertar una entrevista con uno de nuestros Directores de Cuentas.

**FIBANC**

BANCA PERSONAL

Núñez de Balboa, 88 - 28006 MADRID - Tel. (91) 431 24 24

FONDOS DE DINERO - FONDOS DE RENTA FIJA - FONDOS DE RENTA VARIABLE - FONDOS DE PENSIONES - CUENTAS CORRIENTES  
 PLANES DE ACUMULACION DE CAPITAL - OPERACIONES DE BOLSA - PRODUCTOS DERIVADOS - SERVICIOS BANCARIOS  
 CRÉDITOS HIPOTECARIOS - INVERSIONES INTERNACIONALES