

# **La Unión Monetaria Europea**

Luis Ángel Rojo  
Gobernador del Banco de España

**Junta General del Principado de Asturias**

---

**AULA PARLAMENTARIA**

# **La Unión Monetaria Europea**

**Junta General del Principado de Asturias**

---

**AULA PARLAMENTARIA**

Sesión del Aula Parlamentaria  
de la Junta General  
del 28 de octubre de 1996

© Junta General del Principado de Asturias  
Edita: Junta General del Principado de Asturias  
Diseño: Elías / Santamarina  
D.L.: AS-3.514/96  
I.S.B.N.: 84-86804-42-6  
Imprime: I. Gofer

# **La Unión Monetaria Europea**

Luis Ángel Rojo  
Gobernador del Banco de España



# Presentación

---

Ovidio Sánchez Díaz

Presidente de la Junta General del Principado de Asturias

Buenos días a todos, y nuestra especial bienvenida al Excelentísimo Señor Gobernador del Banco de España que ha aceptado en el día de hoy pronunciar una conferencia dentro de las actividades programadas bajo la denominación genérica de "Aula Parlamentaria".

*Continúa, pues, este ciclo, inaugurado por Su Alteza Real el Príncipe de Asturias hace ahora justamente un año. Constituye el "Aula Parlamentaria" un objetivo importante de la Junta General del Principado de Asturias en su intento de acercar la institución a la sociedad, mediante la reflexión serena y profunda sobre aspectos que obviamente preocupan a todos los asturianos.*

*La política y el parlamento, el poder judicial, el sistema autonómico han sido hasta ahora algunos de los grandes temas traídos a este Aula.*

*Pero en el día de hoy, el Aula Parlamentaria abre sus puertas a dos campos: el académico, con la institución universitaria, y el económico, con el Banco de España.*

*Y esta apertura la hacemos en un mismo marco común: la reflexión económica, dirigida a su vez en dos vertientes: la Economía asturiana (a través de la tesis que ha merecido el premio) y la Europea (con la conferencia del Excelentísimo Señor Gobernador).*

*Asturias debe profundizar en sus potencialidades económicas, orientándolas dentro de los objetivos europeos. Por ello constituye hoy una magnífica oportunidad el que este Aula haga converger Asturias y Europa dentro de la reflexión sobre el pensamiento económico.*

*Las decisiones económicas no están lejos del ciudadano. Podemos pensar que las grandes magnitudes económicas pasan ajenas, y no es cierto. A la gente le interesa, y aunque en ocasiones le cueste comprenderlos, sabe de la transcendencia que tendrá.*

*Los sacrificios en la política salarial, la reciente bajada de los tipos de interés y las posteriores medidas para el abaratamiento en los cambios de hipoteca, son cuestiones que dejan bien clara aquella transcendencia.*

*La economía y su proyección de cara a Europa es el tema de hoy. Un día en el que tenemos, además, la oportunidad de celebrar uno de esos actos entrañables, como es la entrega de un premio, con el que se pretende reconocer los méritos y esfuerzos.*

*En este caso, tenemos la satisfacción de proceder a la entrega del Premio Extraordinario de Doctorado "Junta General del Principado de Asturias" a Don Santiago Ramón Martínez Argüelles, por su tesis doctoral titulada "Cambio Sectorial y Desarrollo de dos Servicios en la Economía Asturiana", cuyo trabajo tenemos hoy la satisfacción de presentar editado en forma de libro.*

*Constituye este premio una apuesta decidida más de la Junta General por nuestra Universidad y sus investigadores, que se ha canalizado a través de un convenio de colaboración plenamente vigente.*

*El futuro de Asturias pasa, entre otras cosas, por la aportación de la Universidad y sus gentes, y por un mayor intercambio entre la institución académica y las empresas. La Junta General es consciente de ello y dentro de sus escasos recursos se está volcando con nuestra querida "Alma Mater ovetense".*

*Comenzamos, sin más, este Aula Parlamentaria.*

*En primer lugar procedemos a la entrega del Premio Extraordinario. El Letrado de la Junta General y Secretario del jurado de dicho Premio, don Alberto Arce, procederá a continuación a dar lectura del fallo correspondiente.*

*(...)*

*Tiene la palabra el Excelentísimo señor Rector Magnífico de la Universidad de Oviedo, don Julio Rodríguez.*

*(...)*

*Finalizado el acto de entrega del premio, no sin antes reiterar la sincera felicitación a don Santiago Ramón por este espléndi-*



*do trabajo ya editado y agradecer a la Universidad su magnífica colaboración, damos paso a la segunda parte de este acto.*

*"La Unión Monetaria Europea" es el título de la conferencia que pronunciará el Excelentísimo Señor Gobernador del Banco de España, Don Luis Ángel Rojo Duque, máxima autoridad monetaria de nuestro país. Resultaría pretencioso intentar presentarles a todos ustedes a este hombre.*

*Pero es obligado recordar la procedencia universitaria de Don Luis Ángel Rojo, de hecho algunos de sus alumnos se han dado cita en este salón.*

*Luis Ángel Rojo, madrileño, es licenciado en derecho y doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Madrid.*

*Es técnico comercial del Estado desde 1957, y catedrático de Teoría Económica de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense de Madrid desde 1966.*

*En 1971 fue nombrado Director General de Estudios del Banco de España. De 1988 a 1992 Subgobernador, siendo nombrado Gobernador en 1992.*

*Es académico de número de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas y miembro a título personal del Comité de Planificación del Desarrollo de las Naciones Unidas entre 1983-1987.*

*Recibió en 1986 el Primer Premio de Economía Rey Juan Carlos y en 1995 el Doctor Honoris Causa en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Alcalá.*

*Señor don Luis Ángel Rojo, tiene usted la palabra.*

# La Unión Monetaria Europea



# La Unión Monetaria Europea

---

Luis Ángel Rojo

Gobernador del Banco de España

*Excmo. Sr. Presidente de la Junta General del Principado de Asturias, Excelentísimos e Ilustrísimos señores, señoras y señores:*

Deseo expresar, en primer lugar, mi profundo agradecimiento a la Junta General del Principado de Asturias y a su Presidente por la invitación a participar en este Aula Parlamentaria. Es para mí un honor poder compartir pensamientos e ideas con Vds. en un foro por el que han pasado destacadas personalidades del mundo de la política, la economía y el derecho.

Dedicaré mi intervención a tratar diversos aspectos de la Unión Monetaria Europea, tema que ha venido absorbiendo la mayor parte de mi atención en los últimos tiempos y sobre el que creo que puedo ofrecerles observaciones e información que sirvan de base a sus reflexiones.

## I

El proyecto de Unión Monetaria Europea aparece como la coronación de los nuevos alientos integradores que impulsan las aspiraciones de la Comunidad Económica Europea desde mediados de los años 80. Tras las dificultades de los años 70, ligadas a las crisis provocadas por las alzas del precio del petróleo, Europa mostraba en los años 80 síntomas preocupantes de debilidad y de falta de dinamismo que se expresaban en lentos ritmos de avance de la productividad y en escasas capacidades para crear empleo, cuando unos y otras se comparaban con los logros que estaban consiguiendo, simultáneamente, economías como las de Estados Unidos y de Japón. Los efectos estimulantes de la creación del Mercado Común se habían agotado y Europa aparecía como un área plagada de inercias, rigideces e inflexibilidades que daban lugar a lo que se denominó la "euro-esclerosis" o "enfermedad europea". Tal situación aconsejaba la adopción de políticas de oferta y, entre éstas, ninguna parecía tan prometedora como la creación de un mercado interior comunitario en el que desaparecieran los importantes obstáculos que continuaban entorpeciendo el movimiento de bienes, servicios y factores de producción en el ámbito de la Comunidad.

El Acta Única Europea, adoptada por los Jefes de Estado y de Gobierno, en diciembre de 1985, respondía a esas preocupaciones y planteaba una estrategia caracterizada por los rasgos siguientes: el establecimiento de un objetivo movilizador expresado en la creación de un Mercado Interior o Mercado Único Comunitario, definido como "un espacio sin fronteras en

el que estará garantizada la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales", y la adopción de un calendario estricto, apoyado en normas especiales orientadas a la conclusión de acuerdos que permitieran la consecución del objetivo del Mercado Único en un período de tiempo que habría de terminar el 31 de diciembre de 1992.

La construcción del Mercado Único se enfrentaba con múltiples y complejas dificultades, a pesar de lo cual el proyecto quedó completado, de acuerdo con lo previsto, a finales de 1992. Y fue durante el proceso de construcción del Mercado Único cuando se lanzó el proyecto de creación de una Unión Económica y Monetaria que coronase el nuevo impulso otorgado al proceso de integración económica del área y que constituyese un nuevo avance en el camino hacia la unión política de Europa.

El buen funcionamiento del Mercado Único no requería, en un sentido estricto, la creación de una Unión Económica y Monetaria. El Mercado Único se vería favorecido, sin duda, por la estabilidad cambiaria, pero podía funcionar con tipos de cambio fijos aunque ajustables –como los practicados en el Sistema Monetario Europeo– e incluso con tipos de cambio fluctuantes. El Mercado Único requería una coordinación elevada de las políticas económicas de los países miembros; pero una Unión Monetaria iba más allá de tal coordinación: habría de ser el estadio final de un proceso de convergencia de las economías participantes que hiciera posible la adopción de una moneda única y una política monetaria común, desarrollada por un Banco Central Europeo, sin graves riesgos para los países miembros.

Había, sin embargo, argumentos favorables a la creación de la Unión Monetaria. Ésta implicaría, en efecto, una reducción de los costes de transacciones como resultado de la sustitución de las diferentes monedas nacionales por una moneda única, una eliminación de los riesgos cambiarios y, por tanto, de los costes de cobertura de tales riesgos dentro del área de la Unión y una desaparición de los peligros que eventuales devaluaciones competitivas podrían suponer para el buen funcionamiento del Mercado Único Comunitario. Y a todo ello había que añadir un argumento de la mayor importancia tras la plena liberación de los movimientos de capitales que se había generalizado en el área a partir de 1993. En efecto, un sistema de tipos de cambio fijos –como el dominante en el Sistema Monetario Europeo– era escasamente compatible con la autonomía de las políticas monetarias nacionales en un mundo con libres movimientos de capitales; cualesquiera desviaciones autónomas de las políticas nacionales corrían el riesgo de provocar intensos ataques especulativos de los mercados. Una Unión Monetaria con una moneda única y una política monetaria común reducirían, sin duda, los riesgos de ataques especulativos en los países del área.

No cabe ignorar, desde luego, que una Unión Monetaria, en la medida que implica una renuncia de los países participantes a una política monetaria autónoma y a la posible utilización de los ajustes cambiarios y comporta también, inevitablemente, un mayor condicionamiento de las políticas fiscales, requiere una notable convergencia de las economías participantes y puede generar problemas si alguna de esas economías sufre *shocks* diferenciales o registra problemas de desviaciones de costes respecto de los otros países integrantes del área. Se entendía, no

obstante, que los shocks serían más infrecuentes, en su conjunto, en una Unión Monetaria y que los desajustes de costes resultarían más fáciles de evitar y de corregir en economías con un alto grado de estabilidad.

En base a estas consideraciones, el Informe Delors propuso, en 1989, el objetivo de creación de una Unión Económica y Monetaria como final de un proceso de convergencia que tendría dos etapas preparatorias, antes de alcanzar la tercera etapa o etapa de constitución plena de la Unión Monetaria.

La primera de esas etapas preparatorias estaría dedicada a la discusión, redacción y adopción final de un Tratado que establecería las condiciones de convergencia que los países del área habrían de cumplir para incorporarse a la Unión Monetaria y que fijaría, además, los rasgos fundamentales de esta última. El Tratado de Maastricht o Tratado de la Unión Europea quedó, en efecto, ultimado a principios de 1992 y adoptado por los Parlamentos de los estados miembros de la Comunidad a finales de 1993.

La segunda etapa preparatoria presenciaría el esfuerzo expresado en los procesos encaminados a cumplir los criterios de convergencia fijados en Maastricht, relativos a la tasa de inflación, al tipo de interés, al tipo de cambio y a las condiciones fiscales. Y sería también la etapa de preparación técnica de la Unión a través de la Comisión de Bruselas y del Instituto Monetario Europeo, constituido por los bancos centrales del área como antecesor del futuro Banco Central Europeo. Esta segunda etapa se inició con el año 1994 y deberá concluir a finales de 1998, ya que el 1 de Enero de 1999 comenzará la tercera etapa, es decir, quedará constituida la Unión Monetaria Europea.



A lo largo de esta segunda etapa preparatoria, tanto la Comisión de Bruselas como el Instituto Monetario Europeo, han venido trabajando, en efecto, en los estudios conducentes a la creación de la Unión Monetaria. Muchos de esos estudios están ya concluidos; otros se encuentran en fase más o menos avanzada de discusión. Entre todos ellos me importa destacar ahora los que han conducido a la formulación del calendario del paso a la moneda única, aprobado por el Consejo Europeo en su reunión de Madrid, el pasado año, y que responde a las líneas básicas siguientes:

Puesto que se ha acordado el inicio de la Unión Monetaria para el 1 de enero de 1999, el calendario básico del paso a la moneda única comenzará unos meses antes, en la primavera de 1998, con la selección de los países que habrán de incorporarse a la Unión desde un primer momento por entenderse que cumplen los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht. Tal selección será decidida por el Consejo Europeo, constituido por los Jefes de gobierno de los países comunitarios, basándose en las recomendaciones del ECOFIN –es decir el Consejo de Ministros de Economía y Hacienda– y teniendo en cuenta los informes de la Comisión y del IME así como el dictamen emitido por el Parlamento Europeo.

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 puede presenciar agitaciones de los mercados que se expresen, 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.

Dejemos atrás la fase interina y avancemos ahora hasta el 1 de enero de 1999, fecha de constitución definitiva de la Unión Monetaria y punto de partida de la tercera y última etapa de desarrollo del proyecto. En el momento inicial de esa tercera etapa, el euro adquirirá –como dice el texto del Tratado de Maastricht– el carácter de "moneda en sentido propio", aunque, como enseguida veremos, aún coexistirá con las monedas nacionales durante algún tiempo; entrarán en vigor los tipos de conversión a los que quedarán irrevocablemente ligadas las monedas de los países miembros de la Unión entre sí y respecto del euro; los contratos expresados en ecus pasarán a considerarse legal y automáticamente expresados en euros en la relación de uno a uno; y el Sistema Europeo de Bancos Centrales, formado por el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales-Nacionales, quedará definitivamente constituido y comenzará

inmediatamente a ejercer sus competencias, en especial, la política monetaria común, que se instrumentará mediante operaciones que, como las que practique en el mercado de cambios, estarán expresadas en euros desde el primer momento.

Es preciso advertir que, durante los tres primeros años de la Unión Monetaria –es decir, desde el 1 de enero de 1999 hasta el final del año 2001–, coexistirán el euro, como moneda propia de la Unión, y las monedas nacionales y que, a lo largo de esos tres años, el único dinero de curso legal que circulará en los países miembros de la Unión será el formado por los billetes y la moneda metálica expresados en las correspondientes unidades monetarias nacionales. Esto se debe a que el conjunto de las fábricas de moneda del área consideran imposible producir el gran volumen de billetes y moneda metálica necesarios para la sustitución de la circulación actual por otra expresada exclusivamente en euros en un plazo inferior a dos años y medio o tres años. Solo concluido ese período se procederá a la sustitución masiva de billetes y monedas.

Así, pues, durante los primeros tres años coexistirán el euro y las monedas nacionales de los países miembros de la Unión. Las operaciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales en relación con el desarrollo de la política monetaria y el mercado de cambios se expresarán en euros desde un primer momento –como ya he señalado–. Hay que prever que la denominación de las transacciones en euros tenderá a propagarse voluntariamente desde el mercado interbancario hacia los productos y transacciones de las entidades bancarias y hacia los distintos segmentos de los mercados de dinero y de capitales. El princi-

pio básico, durante esos tres años, es que los agentes privados no podrán ser obligados a utilizar el euro en sus transacciones ni se les podrá impedir que lo utilicen si así lo desean. Sólo a la hora de tener que realizar pagos en dinero de curso legal durante ese período será insustituible el dinero expresado en unidades nacionales, puesto que el expresado en euros no habrá entrado todavía en circulación. En cuanto a los Gobiernos, comenzarán a emitir su deuda pública denominada en euros en ese período de tres años; pero, aunque podrán aceptar ingresos expresados en euros de modo discrecional en esta etapa, sólo estarán obligados a pasar a euros la totalidad de sus ingresos y sus pagos en algún momento posterior, cuando esté suficientemente avanzado el proceso de sustitución de los billetes y las monedas nacionales por los billetes y monedas denominados en euros.

Concluido ese período de tres años, en los seis meses siguientes los Bancos Centrales Nacionales procederán a la sustitución masiva de billetes y moneda metálica expresados en unidades monetarias nacionales por billetes y moneda metálica denominados en euros. En algún momento de esos seis meses los Estados de los países miembros de la Unión pasarán a percibir sus ingresos y a realizar sus pagos en euros. Al final de ese semestre sólo los billetes y monedas denominados en euros tendrán curso legal. El paso a la moneda única habrá sido completado.

## II

Este es el programa básico, que, sin embargo, no ha dejado de estar rodeado de elementos de incertidumbre, que afectan a diferentes aspectos del mismo, durante los últimos tiempos. El

origen principal de esa incertidumbre se encuentra en los avatares vividos por las economías del área comunitaria desde que se puso en marcha el proceso conducente a la creación de la Unión Monetaria.

Para hacer breve una historia que es larga y compleja, comenzaré recordando la intensa fluctuación cíclica que vivieron las economías europeas entre 1986 y 1993; una fluctuación que prolongó su fase de expansión hasta 1991 para dejar paso a una contracción que dominó los años 1992 y 1993. El proceso de unificación de Alemania, por lo demás tan deseable, contribuyó, sin duda, a perfilar las características de ese ciclo europeo; primero, ayudó a prolongar la fase de auge hasta muy avanzado el año 1991; después, la necesidad de las autoridades alemanas de introducir una política monetaria más restrictiva y la resistencia de otras economías del área a aceptar depreciaciones de sus monedas y reducciones de sus tipos de interés respecto del marco y los tipos de interés alemanes condujeron a tensiones que acabaron provocando la crisis del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y agravaron las tendencias contractivas. Cuando se cerró la crisis del Sistema Monetario Europeo mediante la ampliación de las bandas de fluctuación cambiaria, en los primeros días de agosto de 1993, las economías comunitarias se encontraban en una grave situación de recesión, con bajas tasas de inversión, elevados niveles de paro y fuertes aumentos de sus déficit públicos.

El área entró, a lo largo de 1994, en una nueva fase de recuperación económica que pareció consolidarse en los primeros meses de 1995. El aumento de las exportaciones al resto del

mundo y una mejora de la inversión fueron los elementos impulsores del proceso. Y se pensó que las economías comunitarias estaban ante un período de expansión duradero y estable, no amenazado por tensiones inflacionistas, que permitiría avanzar en el proceso de convergencia sin otro problema que el derivado de la dificultad de reducir los altos déficit fiscales que registraban un elevado número de países.

Los acontecimientos evolucionaron, sin embargo, de una forma menos favorable que la esperada. La firme recuperación de los primeros meses de 1995 fue seguida de un desfallecimiento de la demanda y la actividad que, irradiando de Alemania y Francia, se extendió, en mayor o menor medida, a todas las economías del área, alcanzando incluso, con algún retraso, a las que mejor se habían defendido inicialmente de la caída en las tasas de crecimiento –como España, Italia, el Reino Unido y Finlandia–. Si se toma el conjunto del área de la Unión Europea, los ritmos de avance del producto del 3'5% registrados a comienzos del año 1995 dejaron paso a una tasa de crecimiento del 1'4% en el último trimestre del mismo año. En España, la desaceleración, menos intensa y más tardía, también fue significativa en 1995: desde el 3'2% en el primer trimestre del año hasta el 2'2% en el último trimestre del mismo.

¿Qué factores explican ese bache en una expansión que se esperaba firme y duradera? Por una parte, el crecimiento de las exportaciones del área se vio afectado negativamente por la apreciación del marco y de otras monedas europeas respecto del dólar, a partir de los primeros meses de 1995; y, a su vez, esta flexión de las ventas al exterior indujo un debilitamiento de la

inversión productiva en Alemania y en otros países. Por otra parte, los esfuerzos por reducir los déficits públicos incidieron desfavorablemente sobre la inversión en construcción. Finalmente, la evolución del consumo privado mostró un ritmo de avance más lento que el habitual en otras recuperaciones, debido principalmente a las incertidumbres del público relacionadas con la débil situación del mercado de trabajo y con el futuro de los sistemas de seguridad social europeos -incertidumbres que han llevado a las familias a una elevación notable de sus tasas de ahorro-. A todo ello aún habría que sumar los efectos negativos de un invierno europeo especialmente duro y prolongado sobre la actividad constructora y la inquietud generada por la agitación social francesa ante el anuncio de reformas en el sistema de seguridad social al concluir el año 1995.

El hecho es que este desfallecimiento de la demanda y la actividad, que se ha prolongado durante el primer semestre del año actual, ha aumentado las dificultades de todos los países del área empeñados en la lucha por reducir sus déficit públicos y que ello ha aumentado la incertidumbre respecto de la capacidad de muchos de ellos para cumplir adecuadamente con los criterios de convergencia fiscal en el momento previsto para la selección inicial de los países de la Unión Monetaria.

Parece que, en los meses centrales del año actual, la fase peor de ese bache de la expansión se ha superado y que, en los meses recientes, la gran mayoría de las economías europeas han iniciado una etapa de mayor dinamismo que, según las previsiones de los organismos internacionales, podría permitir al conjunto de los países de la Unión Europea un crecimiento real, en el año

próximo, superior en casi un punto porcentual al registrado en 1996. Esta mejora de la evolución económica, en la medida que se confirme con el paso de los meses, ayudará, indudablemente, al cumplimiento de los criterios fiscales de Maastricht –especialmente, el consistente en situar el déficit público en un porcentaje no superior al 3% del Producto Interior Bruto con referencia a las cifras de resultados de 1997–.

A pesar de esta mejora de las expectativas, continúan escuchándose voces que expresan incertidumbre sobre las fechas programadas para la constitución de la Unión Monetaria y sobre el grado de rigor con el que serán interpretados los criterios de convergencia en el momento de la selección inicial de países. Piensan algunos que, dadas las dificultades que pueden encontrar numerosos países en el cumplimiento de los criterios fiscales, sería preferible que las fechas previstas para la creación de la Unión Monetaria fueran retrasadas en el tiempo. Consideran otros que, en vista de las posibles dificultades en el cumplimiento de los criterios, éstos serán interpretados de un modo laxo, dominado por consideraciones políticas, si las fechas se mantienen y no se quiere dejar fuera de la Unión a algunos países imprescindibles. La denuncia del recurso de algún país a prácticas calificadas como "contabilidad creativa" para reducir artificialmente su déficit público y la previsión de que otros países utilicen artificios análogos ha tendido a extender –incluso en los mercados– la opinión de que, en último término, resultará imposible una selección rigurosa de países y de que pasarán la prueba, por tanto, un número muy elevado de aspirantes



He expresado reiteradamente mi opinión de que esas expectativas resultarán muy probablemente erróneas. En primer lugar, los países que ostentan un mayor protagonismo en el proyecto de creación de la Unión Monetaria ha realizado una inversión política tan fuerte en el mismo que sólo en condiciones muy adversas estarían dispuestos a aceptar un retraso de fechas. No digo que el retraso sea imposible. Me limito a señalar que me parece altamente improbable y que, en consecuencia, ningún país que aspire a incorporarse a la Unión debe modular su política Económica apostando a la posibilidad de un retraso en el proyecto. Por otra parte, me parece también improbable que la selección de países se decida con una relajación importante de los criterios de convergencia. No niego que los factores políticos puedan conducir a una interpretación flexible de algunos criterios –especialmente de los criterios fiscales, que son aquellos para los que los textos de Maastricht ofrecen alguna base a la interpretación–. Pero creo que los márgenes de interpretación no pasarán de límites moderados y que quienes piensan hoy de otro modo se equivocarán. La fuerte reacción de Alemania, en las últimas semanas, ante la opinión transitoriamente extendida en los mercados de que la selección de países será laxa, es una evidencia en favor de la posición que sostengo.

Existen buenas razones para que las cosas discurren en esa dirección. Una Unión Monetaria constituida por un conjunto de países seleccionados con una interpretación laxa de los criterios sería muy poco atractiva para los ciudadanos de países, como Alemania, que verían en la realización del proyecto, en tales condiciones, un peligro serio para el alto grado de estabilidad que actualmente disfrutan y que tanto aprecian. Una Unión

Monetaria afectada por factores de inestabilidad sería, por lo demás, una construcción aquejada de riesgos que podrían verse activados por la desconfianza de los mercados con consecuencias que entrañarían costes políticos y económicos muy elevados. Por ello, creo que todo país que aspire a incorporarse a la Unión Monetaria debe realizar los esfuerzos necesarios para presentarse en condiciones adecuadas al proceso de selección de países sin esperar regalos llovidos del cielo; porque cada país será, además, el primer interesado en que las cosas discurren así.

Hemos de ser conscientes, por lo demás, de que la incorporación de un país a la Unión Monetaria no supone pasar simplemente un examen respecto del cumplimiento de los criterios de convergencia con referencia a un año determinado –básicamente, el año 1997–. Supone un compromiso de mantenimiento de la estabilidad para el futuro –o si se quiere utilizar otra expresión, de sostenibilidad en el cumplimiento de los criterios–; porque sin esa sostenibilidad no podrá garantizarse que la Unión Monetaria sea estable y el país correspondiente correrá un grave riesgo de vivir inadaptaciones costosas.

El desarrollo de la política monetaria por el Banco Central Europeo garantiza, en principio, que la Unión no sufrirá impulsos desestabilizadores por el lado monetario. Pero es igualmente importante que las políticas fiscales de los países miembros de la Unión desarrollen políticas fiscales que respondan también al criterio de estabilidad.

Cuando se elaboró el Tratado de Maastricht, sus redactores consideraron que la prohibición de la concesión de cualquier tipo

de créditos por el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales Nacionales en favor de instituciones u organismos comunitarios o de los Sectores Públicos nacionales; la prohibición paralela de acceso privilegiado a las instituciones financieras por los mismos beneficiarios potenciales; la introducción de la cláusula "no bail-out", por la cual, la Comunidad y los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de otro Estado miembro y, en fin, el procedimiento de déficit excesivos bastarían, junto con la presión ejercida por los mercados, para condicionar las políticas fiscales de los países miembros de la Unión Económica y Monetaria en un sentido estabilizador adecuado. Sin embargo, los años han pasado, las dificultades para reconducir los déficit de las cuentas públicas a niveles razonables se han hecho evidentes y, con ellas, han aumentado los temores a la persistencia de los problemas fiscales y a sus posibles consecuencias en el seno de la Unión Monetaria. No cabe extrañarse, por tanto, de que, al aproximarse las fechas previstas para la constitución de la Unión, diferentes países, impulsados principalmente por Alemania, hayan propuesto que los Estados que se incorporen a la Unión concluyan un pacto de estabilidad fiscal que vaya más allá de lo contenido en los criterios de convergencia fiscal requeridos para el acceso al área de moneda única.

Como saben ustedes, la propuesta de pacto de estabilidad –que está siendo actualmente discutida– se refiere solamente al déficit público, no a la relación deuda/producto; y aspira a que los Estados admitidos al seno de la Unión asuman el compromiso de situar, a medio plazo y como objetivo normal, el déficit de sus cuentas públicas en un 1% del P.I.B. o, quizás de un modo

menos preciso, muy cerca del equilibrio presupuestario, aceptando un límite máximo del 3% del P.I.B. para las fluctuaciones del déficit cuya superación sólo sería posible en circunstancias excepcionales y de modo transitorio. Están en discusión varios aspectos de la propuesta: forma normativa que debería adoptar el acuerdo, margen otorgado al componente cíclico de las fluctuaciones del déficit, sistema de supervisión, posibilidad de sanciones, etc.; pero no hay duda de que se llegará a un acuerdo sobre las líneas básicas de la propuesta.

El pacto de estabilidad fiscal trata de conseguir, en definitiva, que todo país que haya superado el examen de selección inicial con una situación fiscal relativamente débil, tenga que seguir esforzándose por sanear sus cuentas públicas en los años siguientes. De hecho, se prevé que los primeros programas de estabilidad fiscal elaborados por los países incorporados a la Unión en cumplimiento del pacto –programas de elaboración anual con un horizonte móvil de tres años– deberán ser presentados y aprobados antes del 1 de enero de 1999, es decir, antes de que se constituya formalmente la Unión. El año 1997 no es, por tanto, el fin del proceso de saneamiento fiscal. Ni puede ser el año final de los esfuerzos por flexibilizar nuestra economía.

### III

Paso, con esto, al último punto que deseo tratar en mi intervención: el tema de la relación entre los países inicialmente incorporados a la Unión Monetaria y los países que queden al margen de la misma. Es un tema que aún está en fase de discusión, pero que puede suscitar algunas reflexiones útiles.

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

No cabe duda de que todo esto genera riesgos de división en la Unión Europea. Tampoco hay duda, sin embargo, de que todos los países del área estarán interesados en que esa división no se produzca. El Tratado de Maastricht considera la situación de los países no incorporados a la Unión Monetaria como una situación transitoria que deberá superarse con la cooperación de todos: de los países inicialmente marginados que quieran acceder a la Unión, quienes desearán una incorporación lo más pronta posible por razones tanto políticas como económicas; y de los países pertenecientes al bloque de la Unión, quienes estarán interesados en no dificultar el acceso de los que hayan quedado fuera y en ampliar la Unión para asegurar la estabilidad cambiaria y el buen funcionamiento del mercado interior comunitario.

Dada la asimetría de la situación —que ya he señalado—, el contenido básico de la cooperación del lado de los países deseosos de incorporarse a la Unión Monetaria en un breve plazo habrá de consistir en el mantenimiento de los esfuerzos orientados a la convergencia, aceptando la fuerza atractiva de las políticas del bloque de la moneda única. Su interés estará en lograr acuerdos cooperativos con dicho bloque que les ayuden en esos esfuerzos de convergencia y que les proporcionen apoyo frente a ataques cambiarios especulativos, no justificados por desviaciones en sus políticas de convergencia pero que pueden, sin embargo, dificultar éstas por sus efectos últimos sobre las tasas de inflación y los déficit públicos. Cuanto más firmes y claros sean esos acuerdos cooperativos, más favorables serán las expectativas de los mercados respecto del pronto acceso de esos países a la Unión y, por tanto, más tranquilo y más rápido será su camino hacia ese objetivo.

El interés en esos acuerdos, especialmente en el terreno cambiario, también se da del lado de los países integrados en el bloque de la moneda única. Es cierto que la necesidad de mantener la credibilidad estabilizadora de la Unión obliga a prevenir que el Banco Central Europeo pudiera incurrir en expansiones monetarias excesivas, inducidas por intervenciones en favor de monedas de países aspirantes a la Unión. No hay que exagerar esa posibilidad, dada la diferencia entre la dimensión económica de la Unión y las de los países cuyas monedas tendría que defender, parcialmente, en su caso, el Banco Central Europeo; pero existe aquí, claramente, un peligro que ha de ser origen de una restricción a las intervenciones. Ahora bien, los países pertenecientes a la Unión están muy interesados en evitar lo que

los grupos de intereses de algunos países comunitarios han venido en denominar "devaluaciones competitivas". Se trata de una denominación impropia, puesto que la gran mayoría de las depreciaciones registradas en el área, en el pasado reciente, han sido impuestas por los mercados, no por la voluntad de las autoridades en intentos de "empobrecer al vecino". Está claro que lo que los países de la Unión pueden temer son depreciaciones impuestas por los mercados a los países aspirantes, sin base en sus fundamentos económicos, que mejoren, durante períodos largos, la competitividad de los países afectados como consecuencia del retraso en los ajustes de costes y precios interiores; pero éste es también el tipo de perturbación cambiaria que los países aspirantes a ingresar en la Unión han de temer, como hemos visto, por sus efectos perturbadores sobre sus políticas de convergencia. Hay, pues, un área común de intereses que justifica el esfuerzo por llegar a un acuerdo respecto de un sistema cambiario que ayude a evitar perturbaciones que para nadie son deseables y que contemple intervenciones que no generen problemas de control monetario al Banco Central Europeo pero que permitan que los ajustes a los ataques cambiarios no justificados no los soporten solamente los países directamente afectados.

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

El texto de Maastricht indica que el actual mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo dejará de existir al comienzo de la *tercera etapa* del proceso de avance hacia la

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

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



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

La mayoría de los países del área preferirán, sin embargo, un acuerdo cambiario que fije paridades de las monedas de los países no participantes en la Unión respecto del *euro* y bandas de fluctuación respecto de dichas paridades. Personalmente -y lo digo así porque estos problemas están aún pendientes de acuerdo-, preferiría unas bandas anchas, porque la experiencia de los últimos años muestra que las bandas estrechas atraen la especulación cambiaria, y unas solas bandas, porque la pluralidad de bandas con amplitud distinta para diferentes grupos de países sería, en mi opinión, perturbadora. Ello no excluye que un país que quisiera mantener la evolución de su moneda muy pegada al euro pudiera llegar a un acuerdo bilateral con el Banco Central Europeo para practicar unas bandas de fluctuación más estrechas. Por otra parte, la amplitud de las bandas -similar a la de

las actualmente practicadas— no excluiría que el criterio de estabilidad del tipo de cambio se juzgase por alguna medida *ex post* de variación del tipo de cambio en el período de referencia.

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

a la disposición del país afectado a no esterilizar sus intervenciones, es decir, a mover sus tipos de interés a corto plazo para defender su moneda.

Unos acuerdos de este tipo, que implicarían una colaboración reforzada entre la Unión y los países aspirantes, irían en beneficio de todos: de los países inicialmente incorporados a la Unión, porque aliviarían sus temores de devaluaciones competitivas perturbadoras del funcionamiento del mercado único comunitario, y de los países aspirantes porque se verían protegidos ante posibles ataques especulativos de los mercados y encontrarían facilitado su camino de acceso a la Unión. Tales acuerdos, para que fueran satisfactorios, deberían ser, desde luego, equilibrados: los países aspirantes habrían de continuar sometidos a las obligaciones estrictas de convergencia, pero los acuerdos cambiarios deberían ser flexibles, sin imponer condiciones que fueran contra el principio de "igual trato", es decir, sin pretender someter a los países aspirantes a unas condiciones de acceso reforzadas respecto de las que hubieron de cumplir los países inicialmente incorporados a la Unión –puesto que ello iría contra un principio básico del Tratado de Maastricht–.

\*\*\*

Permítanme que exponga ahora, para concluir, unas breves consideraciones que sirvan de resumen y cierre de mi intervención.

El proyecto de la Unión Monetaria Europea tiene un contenido tanto político como económico.

Su significado político es fundamental para entender la persistencia y firmeza del proyecto a través de las perturbaciones

vividas por Europa, en la presente década, como consecuencia del colapso del antiguo bloque soviético, de la reunificación de Alemania, de la crisis del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y de los avatares posteriores de las economías del área; y también lo es para esperar que el calendario previsto para las etapas finales del proyecto se mantenga a pesar de las dificultades.

Su contenido económico impone requerimientos económicos bastante estrictos al proceso de creación de la Unión Monetaria si se han de minimizar los riesgos de que ésta pueda frustrar, una vez constituida, las expectativas que ha suscitado. Se puede discutir la estrategia de convergencia establecida en Maastricht; pero no se puede negar que ha introducido un elemento de disciplina necesario en las economías europeas y que ha obligado a éstas a plantearse un conjunto de problemas –especialmente en el ámbito fiscal– cuya solución es imprescindible para que la Unión Europea pueda recuperar una senda firme y estable de crecimiento a medio y largo plazo. Los males que, a veces, se atribuyen al proceso de avance hacia la Unión Monetaria son, en realidad, males que afectan a las economías europeas con independencia de ese proceso y que éste se ha limitado a poner de relieve.

La Unión Monetaria tiene que nacer bajo el signo de la estabilidad si ha de tener éxito; y ésto excluye un relajamiento importante en las condiciones exigidas para su creación y para la incorporación de países a su estructura. La Unión Monetaria nacerá, además, con una vocación de permanencia, lo cual impide que la aproximación a ella pueda verse como una carre-

ra concluida con un *sprint* final que, una vez superado, permitiría a las políticas económicas de los países miembros relajarse en un olvido de las exigencias del proyecto. El esfuerzo de convergencia y estabilidad ha de estar dominado por un criterio de sostenimiento y continuidad.

Finalmente, tanto el buen funcionamiento de la Unión Monetaria en su conjunto como la pertenencia de un país a la Unión sin correr el riesgo de tener que aceptar reajustes dolorosos requiere mayores grados de flexibilidad en las economías participantes, requerimiento que, una vez más, habrán de atender las economías del área, aún sin Unión Monetaria, si han de recuperar su capacidad de crecer y de crear empleo de modo vigoroso y estable.

La incorporación a la Unión Monetaria constituye el objetivo económico prioritario del Gobierno español, un objetivo que comparte una zona muy amplia de nuestro arco parlamentario y que, según indican reiteradamente las encuestas, respaldan mayoritariamente los ciudadanos. Es preciso, por tanto, que se entienda adecuadamente lo que el logro de ese objetivo exige y que colaboremos todos, con inteligencia y esfuerzo, a alcanzarlo.

Muchas gracias.

Junta General  
del Principado de Asturias