

**LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE LA  
UNIÓN MONETARIA EUROPEA**

*José Luis Malo de Molina*  
*Director General*  
*BANCO DE ESPAÑA*

Conferencia de clausura en el Curso de verano de la **UIMP**  
**"La economía española a examen"**

Organizado por la **Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas**,  
bajo el patrocinio de la **Fundación Caixa Galicia**  
**La Coruña 21/24 Julio 1997**

El año 1997 está siendo el año del examen de la convergencia. En toda Europa las políticas macroeconómicas han estado claramente condicionadas por el calendario establecido para el acceso a la Unión Monetaria, que tomaba como referencia los valores de las variables seleccionadas durante el año 1997 para comprobar el cumplimiento de los criterios establecidos. No era de extrañar, por lo tanto, que el principal punto de referencia de la política económica española fuera la preparación del examen. A principios de este año escribí un artículo sobre la situación de la economía española al que puse por título "*La economía española en capilla*", queriendo reflejar la dificultad de los retos que representaban el cumplimiento de unos criterios hacia los que ya se había progresado pero de los que todavía nos separaba una distancia considerable, especialmente en el terreno de la inflación y del déficit público.

Las condiciones prevalecientes en aquel momento eran, en principio, propicias para lograr el cumplimiento de los criterios de convergencia si se aplicaban las políticas económicas adecuadas, pero la tarea resultaba ambiciosa y no estaba libre de riesgos.

Una vez superado el ecuador del año del examen, la información disponible permite constatar con satisfacción que la convergencia ha sido más rápida de lo que se podría haber esperado y que la probabilidad de que la economía española pueda cumplir satisfactoriamente y dentro del plazo previsto los criterios de convergencia es, en estos momentos, muy elevada. El cumplimiento de los criterios ofrece, incluso, menos dificultades en España que en algunos de los países del núcleo que tradicionalmente han sido candidatos más firmes para ser fundadores de la Unión Monetaria.

Afortunadamente, ya estamos en condiciones de saber que, por lo que se refiere a los resultados de la economía española, la incertidumbre no se va a mantener hasta el final, teniendo que esperar hasta el último momento para cumplir los criterios. También podemos confiar en que dicho resultado no va a

ser consecuencia de actuaciones de emergencia que nos permitan aprobar por los pelos. Todo parece indicar que podremos satisfacer todos los requerimientos con comodidad y anticipación suficiente y formar parte del núcleo de fundadores en la fecha prevista.

Este hecho se refleja con claridad en los mercados financieros, donde la cotización de la peseta, los diferenciales de tipo de interés a largo plazo con Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido y las expectativas de tipos que incorporan las curvas de rendimientos asignan una probabilidad elevada, aunque no sea cuantificable ni necesariamente estable, a la entrada de España en la Unión Monetaria en la fecha prevista.

En esa situación interesan tres tipos de reflexiones:

- 1) Las lecciones de la convergencia.** ¿Qué ha hecho posible este resultado tan satisfactorio? ¿Qué podemos aprender de esta experiencia positiva? ¿Qué hay detrás del hecho de que nuestras posibilidades hayan aumentado tan rápidamente mientras parecen haber surgido más dificultades en los candidatos en principio más sólidos?
- 2) El tránsito desde el examen al ingreso.** ¿Qué puede ocurrir en el período que va desde que se aprueba el examen hasta que se produce la entrada?
- 3) Las repercusiones de la entrada.** ¿Cuáles serán los efectos y los retos de compartir el **mismo** mercado y la misma moneda con los países más fuertes del continente europeo?

## **1.- Las lecciones de la convergencia**

La primera lección que cabe extraer de los buenos resultados alcanzados en el proceso de convergencia es el efecto disciplinador que han tenido sobre la economía española los retos y exigencias planteados desde el exterior como consecuencia de los requisitos derivados de la apertura y de la integración. No se trata de un fenómeno nuevo, sino más bien una nueva manifestación de lo que ha sido una constante presente en todos los grandes procesos de transformación vividos por la economía española en los últimos años.

Podría hacerse una lectura pesimista de este hecho, en la medida en que se considerase indicativo una escasa capacidad autónoma de la economía española para liberarse por sí misma de las resistencias y rigideces estructurales que tradicionalmente han impedido su modernización y un funcionamiento macroeconómico equilibrado. Pero también es posible extraer una conclusión alentadora de este comportamiento, ya que refleja la enorme capacidad de reacción de la economía española frente a los retos que proceden desde el exterior. La economía española reaccionó mucho mejor de lo esperado frente a la entrada en la entonces Comunidad Económica Europea, desmintiendo rotundamente los negros presagios que se habían formulado desde algunos sectores de opinión. Esta capacidad de adaptación frente a lo que nos viene impuesto desde fuera no deja de ser una valiosa virtud en un mundo caracterizado por la creciente globalización e interdependencia y puede ser muy útil de cara a los desafíos que se desprenden de la participación en la Unión Monetaria.

Una segunda lección que interesa destacar, sobre todo desde el punto de vista del Banco de España, es el fructífero resultado alcanzado con la instrumentación de una política monetaria independiente orientada a la estabilidad de los precios. El diseño de una política monetaria independiente orientada explícitamente a combatir la inflación ha demostrado ser una poderosa palanca para persuadir a los agentes económicos y sociales de las

ventajas de la estabilidad de los precios y para influir en la formación de sus expectativas. Quizá uno de los resultados más visibles del nuevo esquema de política monetaria y que mayor influencia ha tenido en el delicado entramado de relaciones entre las instituciones encargadas de la política económica y los hábitos de conducta de los agentes económicos ha sido la asunción, al menos en el debate económico, de la importancia que tiene alcanzar tasas bajas de inflación. Nunca habían prestado los medios de comunicación tanta atención a la evolución del IPC. Nunca había sido tan unánime la valoración positiva que merecen los progresos hacia la estabilidad de los precios. No hay que remontarse mucho en el tiempo para encontrar en los medios de comunicación una escasa preocupación por la inflación y un condicionamiento de su valoración al comportamiento de otras variables a las que se atribuía un valor prioritario. La inflación no era considerada como algo necesariamente negativo si permitía crecer a un ritmo más vivo. Por el contrario, se pensaba que la lucha contra la inflación podría resultar perjudicial si limitaba el crecimiento económico y generaba desempleo. Desde esta forma de ver las cosas, la inflación -en el fondo- carecía de importancia, ya que se confiaba en que las subidas de salarios y de otras rentas fuesen suficientes para mantener o incrementar su poder adquisitivo. La contrapartida de la ausencia de una cultura de la estabilidad era la generalización de las prácticas de revisión periódica de todos los precios y tarifas y la indiciación, más o menos explícita o automática, de la mayor parte de las rentas. Mecanismos que tendían a hacer permanentes los sesgos inflacionistas de la economía y a incrementar los costes, en términos de desempleo, de la estrategia de reducción de la inflación. En este terreno se ha producido, afortunadamente, un cambio trascendental, al que no ha sido ajeno el nuevo esquema de la política monetaria, junto con la asunción de los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht y la mayor complicidad antiinflacionista de los restantes componentes de la política económica.

No obstante, los brillantes resultados alcanzados en materia de inflación, que han permitido alcanzar sobradamente los ambiciosos objetivos

fijados y cumplir con anticipación el criterio de convergencia que, en principio, parecía de más difícil consecución para España, no pueden atribuirse en exclusiva al éxito y a la credibilidad del nuevo esquema de la política monetaria. Como tantas veces se ha dicho, la política monetaria es un instrumento insuficiente para combatir por sí sola tensiones inflacionistas que tienen su arraigo en las pautas de conducta de los agentes económicos, en la falta de flexibilidad de la economía o en la inadecuación de los otros componentes de la política monetaria. La política monetaria no puede, aunque quiera, cargar con los pecados de los demás. Una cosa es no acomodar las expansiones fiscales y salariales, cuando estas se producen, y otra muy distinta tratar de compensarlas con una sobrerreacción restrictiva. Mientras lo primero está completamente justificado y es, incluso, imprescindible para minimizar los posibles daños, lo segundo obedece a una concepción que exagera la potencia de los instrumentos de la política monetaria y que puede llegar a agravar las distorsiones creadas, pues muy probablemente añade recesión y paro sin frenar el alza de los precios y a la vez contribuye, sin quererlo, a que los demás componentes de la política económica se desentiendan de la labor antiinflacionista.

El progreso realizado en la senda de la convergencia no habría sido posible si la política monetaria no hubiese estado acompañada por un gran esfuerzo de consolidación fiscal. La política presupuestaria ha adoptado en los últimos años un marcado tono de austeridad para conseguir en solo dos años una reducción del déficit público, desde el 6,6% del PIB en 1995 hasta el 3% fijado para 1997 en las metas de Maastricht. Esta orientación ha permitido alcanzar una combinación más equilibrada de los distintos instrumentos de la política económica, que ha aumentado la eficacia del dispositivo antiinflacionista minimizando sus posibles costes en términos de crecimiento.

Quizás la lección más importante que se puede extraer del proceso de convergencia sea precisamente el que una combinación equilibrada de los distintos instrumentos de la política económica al servicio de una orientación

antiinflacionista, acompañada de las medidas de liberalización necesarias para incrementar la flexibilidad de la oferta, tiende a generar círculos virtuosos que facilitan la consecución de los objetivos trazados y los hacen compatibles con el mantenimiento del crecimiento económico y la generación de empleo. El ejemplo más claro de esto se percibe en cómo la credibilidad de la prioridad concedida a la estabilidad de los precios y a la reducción del déficit público ha permitido instrumentar cuantiosas reducciones de los tipos de interés, sin poner en peligro las metas de equilibrio macroeconómico. Este descenso de los tipos de interés ha facilitado enormemente la tarea de reducción del déficit público y ha contribuido a estimular el crecimiento económico, la inversión y el empleo.

Un círculo virtuoso de estas características ayuda a que los agentes económicos y la sociedad en general perciban la estabilidad macroeconómica no como un objetivo abstracto que solo interesa a los tecnócratas, sino como un valor del que se derivan ventajas tangibles para su propio bienestar. La asimilación de esta experiencia puede ser fundamental para asentar en España un régimen perdurable de estabilidad que asegure la competitividad de la economía dentro de la moneda única.

## **2.- El tránsito desde el aprobado en el examen a la entrada en la Unión Monetaria**

La superación del examen para el acceso a la Unión Monetaria reforzará la confianza interna y externa en la economía española y puede tener efectos euforizantes. En la situación que se crea después de aprobar un examen de esas características existe el peligro de, una vez que se ha conseguido el objetivo perseguido, iniciar, como hacen los estudiantes, un período de vacaciones y disfrutar del prestigio ganado. Pero ese período de transición hasta el inicio de la Unión Monetaria es especialmente delicado. Los mercados esperan que todo funcione como si hubiera una Unión Monetaria de hecho, pero sin que todavía exista, por lo que permanecerán

especialmente vigilantes respecto a todos los acontecimientos que se puedan producir en esa peculiar situación. En ese sentido, el año 1998 no puede ser simplemente el año de la euforia o de las vacaciones, sino tendrá que ser el año de la confirmación de los resultados obtenidos o, dicho de otra forma, el año de la reválida. Después de los resultados excepcionales cosechados en materia de inflación, es muy importante evitar que el repunte que necesariamente se tendrá que producir en los próximos meses se convierta en un auténtico cambio de tendencia en la evolución de la inflación. Es necesario consolidar una inflación estable alrededor del 2% en línea con los objetivos trazados por la política monetaria y con los niveles de inflación prevalecientes en los países que van a formar parte de la Unión Monetaria.

En este sentido, es necesario tener en cuenta que la recuperación económica está transcurriendo con más dinamismo del inicialmente previsto, de manera que, para mantener el necesario contexto de estabilidad macroeconómica, será imprescindible una continuidad y una profundización de la política de consolidación fiscal, ya que una vez anunciada la participación de España en la Unión Monetaria y las posibles paridades de conversión de las monedas participantes con el euro, el margen de soberanía o de diferenciación de la política monetaria española prácticamente desaparece, por lo que esta no podrá seguir desempeñando la función estabilizadora que ha jugado hasta ahora. De esta forma, la política presupuestaria queda como único instrumento de regulación de la demanda agregada y tendrá la gran responsabilidad de consolidar las ganancias obtenidas en términos de estabilidad macroeconómica.

Así, durante el año de la reválida, la política de demanda agregada, conducida básicamente por la política presupuestaria, deberá estar en condiciones de salir al paso de cualquier duda que pudiera surgir sobre la sostenibilidad de los resultados alcanzados y de evitar los riesgos de que se incuben tensiones inflacionistas latentes, cuya posible emergencia en el momento del inicio de la Unión Monetaria sería muy dañina. Para ello, es

fundamental que durante este período se mantenga una política de austeridad presupuestaria, continúe a buen ritmo la introducción de las reformas estructurales y se complete el ajuste del crecimiento de los salarios a las tasas de inflación que se están registrando.

### **3.- Las repercusiones de la entrada**

El cumplimiento de los criterios de convergencia y la inclusión de España entre los países fundadores de la Unión Monetaria constituirá un importante éxito de la política económica, ya que con ello se habrán evitado los daños previsibles que se derivarían del hecho de quedar rezagada en el lanzamiento de la Unión Monetaria. Este hecho se traduciría en una mayor vulnerabilidad frente a los movimientos de los mercados financieros internacionales, que impondría unas primas de riesgo más elevadas a la economía española y dificultaría el mantenimiento del esfuerzo de convergencia, haciéndolo más costoso y a la vez más pobre de resultados. No debe olvidarse que algunos de los progresos realizados en la convergencia se deben al círculo beneficioso generado por la propia expectativa de alcanzar la Unión Monetaria en los plazos previstos. Si dicha expectativa se viera defraudada, se podría producir un retroceso en la convergencia, que complicaría considerablemente el manejo de la política económica.

Por otro lado, el éxito en el examen de la convergencia abre, en principio, la puerta para alcanzar los grandes beneficios potenciales a largo plazo que se derivarán de la total integración monetaria. Ahora bien, la obtención de estos beneficios requiere una gran preparación y capacidad de adaptación de la economía española. No debe pensarse que los criterios de convergencia son un fin en sí mismo o que las restricciones de disciplina fiscal impuestas por el Tratado y reforzadas por el Pacto por la Estabilidad y Crecimiento son reglas formales carentes de sentido económico. Lo verdaderamente sustantivo de ambas cuestiones es la preparación de las economías nacionales para el establecimiento de las condiciones mínimas

indispensables para que puedan desenvolverse eficazmente dentro del área del euro, aumentando su potencial de crecimiento económico y las cotas de bienestar de sus sociedades.

La instauración de la Unión Monetaria supondrá la superación de la última de las barreras que todavía fragmentan, en alguna medida, los mercados nacionales, por lo que debe contemplarse como la culminación del Mercado Único y, por lo tanto, como una intensificación de la competencia a todos los niveles. La supresión de las fluctuaciones cambiarias en el interior de la zona del euro conduce a una confrontación directa de los costes de producción entre todos los agentes participantes en la zona integrada. La ventaja comparativa de una empresa en sus mercados está determinada no solo por las relaciones de costes y la calidad de sus productos sino también por las relaciones tradicionales con la clientela, la proximidad a la misma y la denominación en moneda nacional de los precios de los productos que vende y de los flujos económicos con los que instrumenta su actividad. Este último factor permite un cierto grado de opacidad en la comparación entre los costes de producción denominados en las diversas monedas nacionales y ofrece, en determinadas circunstancias, un margen para su adaptación. La supresión de las monedas nacionales eliminará el elemento de fragmentación y segmentación de los mercados que este último factor suministra. El incremento de la competencia que ello supondrá inducirá importantes reasignaciones de recursos y reestructuraciones en la actividad productiva de numerosos sectores, haciendo más vulnerables las zonas del aparato productivo menos eficientes y dejando al descubierto las distorsiones institucionales o fiscales que puedan subsistir.

La desaparición del riesgo de cambio y la reducción de los costes de transacciones abrirán a la competencia exterior nuevos segmentos de los mercados internos, impulsarán nuevas tendencias hacia la concentración y especialización geográfica, los flujos de capitales se intensificarán y se orientarán hacia aquellas áreas que ofrezcan unas mejores condiciones para

la inversión productiva, y tendrá lugar una mayor globalización de las decisiones de inversión y de localización de la actividad económica. En este contexto, la mayor o menor capacidad de las distintas economías para mantener y aumentar su competitividad, para aprovechar las economías de escala y de alcance que ofrecen un mercado mucho más integrado y para atraer inversiones del exterior resultará decisiva para poder ampliar sus posibilidades de crecimiento.

Aquellos países europeos que hayan mostrado más determinación y prontitud a la hora de introducir las necesarias reformas estructurales en los mercados de bienes y servicios y en el mercado de trabajo, y que hayan avanzado con paso más decidido en el terreno de la consolidación fiscal, cosecharán los mejores resultados.

Desde esta perspectiva, resulta crucial que la política monetaria única vaya acompañada de un diseño coherente de la política fiscal. En este sentido, resulta importante destacar, que el Programa de Convergencia recientemente presentado por el Gobierno plantea un esfuerzo continuado hacia la consolidación fiscal en el período 1997-2000, que va más allá del mero cumplimiento de los requisitos del Tratado de Maastricht y enlaza con los planteamientos incorporados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento aprobado por el Consejo de la Unión Europea en diciembre del año pasado.

Según el Pacto de Estabilidad, el límite del 3% para el déficit público, en porcentaje del PIB, debe ser interpretado como un nivel máximo que solo podría ser sobrepasado en circunstancias excepcionales claramente especificadas en el Pacto. De hecho, las autoridades fiscales nacionales deberán guiar la evolución de las finanzas públicas de forma que se tienda al equilibrio presupuestario, dejando así margen para que el deterioro del saldo que normalmente acompaña a las fases de desaceleración cíclica no entrañe el peligro de sobrepasar la barrera del 3%. Al establecerse también mecanismos de vigilancia multilateral del Pacto que garanticen su cumplimiento, se intenta asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas

nacionales e impedir que las autoridades fiscales, una vez formada la Unión Monetaria, se sientan menos preocupadas por el mantenimiento de la disciplina fiscal, lo que podría dar lugar a un deslizamiento hacia mayores déficits públicos que, a la postre, terminarían perjudicando a la Unión en su conjunto.

Aunque este compromiso pueda parecer excesivamente restrictivo, dada la situación de desequilibrio estructural por la que atraviesan las finanzas públicas en numerosos estados miembros de la Unión Europea, la verdad es que algún mecanismo de esta naturaleza es imprescindible para iniciar la Unión Monetaria con una perspectiva de sostenibilidad de las posiciones financieras de los gobiernos nacionales que respalde al euro en los mercados de cambios. De otra parte, el progresivo saneamiento presupuestario devolverá a la política fiscal una mayor capacidad estabilizadora del ciclo, que actualmente está constreñida a la consolidación fiscal, incluso en las fases de desaceleración cíclica.

Una consolidación presupuestaria que sea sostenible requiere la adopción de medidas que disciplinen de forma permanente el gasto público y, en especial, aquellas rúbricas que tradicionalmente han mostrado una mayor inercia -como el gasto sanitario y las transferencias a empresas y familias-, así como medidas que aumenten la eficacia de la recaudación impositiva y reduzcan el fraude fiscal. Estos elementos están recogidos en el Programa de Convergencia y su puesta en práctica es un requisito imprescindible para que el esfuerzo realizado hasta ahora tenga continuidad.

El reequilibrio de las cuentas públicas y la reducción de la deuda en relación al PIB contribuyen también a un funcionamiento más eficiente y competitivo de la economía, en la línea requerida por la entrada en la Unión Monetaria. La flexibilidad de los mercados de bienes y servicios y, en especial, del mercado de trabajo será imprescindible para que se produzcan los ajustes necesarios ante la posible aparición de perturbaciones con efectos

diferenciales en las distintas áreas de la Unión, sin que ello suponga una erosión del potencial de crecimiento ni un aumento del desempleo.

La liberalización y flexibilización de la economía española deben profundizar la vía ya iniciada, con el fin de mejorar su capacidad de adaptación frente a los retos que plantea el cambio tecnológico y la globalización, mediante las reformas necesarias, para fomentar un uso eficiente de los factores productivos -incluido el suelo- y un suministro más abundante y barato de los servicios que demanden las empresas y las familias.

En el mercado de trabajo se han manifestado tradicionalmente desajustes institucionales que han obstaculizado la capacidad de adaptación de la economía y que se han materializado en una elevada tasa de paro. La progresiva adaptación del mercado de trabajo debe discurrir simultáneamente por diversas vías que faciliten el ajuste de las plantillas a las necesidades de las empresas, estimulen la movilidad del empleo desde los sectores en declive hacia los más dinámicos, acerquen los crecimientos salariales a aquellos que resultan compatibles con la productividad y con la situación competitiva de cada empresa, y fomenten la inversión en capital humano, de forma que se haga posible la reconversión y adaptación de los trabajadores a las nuevas condiciones tecnológicas.

El reciente Acuerdo Interconfederal supone un avance indudable en la línea de transformación gradual del mercado de trabajo español que ha venido desarrollándose a lo largo de la presente década. No obstante, será necesario seguir promoviendo la capacidad de ajuste del mercado de trabajo para que las transformaciones que habrá de sufrir la economía no se traduzcan en una erosión en el potencial de creación de empleo.

Desde la perspectiva de la integración en la Unión Monetaria, en donde los comportamientos económicos orientados a la estabilidad de precios están mucho más arraigados que en nuestro país y donde existe una tradición

mucho más dilatada de funcionamiento de la economía en un régimen de inflación muy baja, la formación de rentas y salarios adquiere una importancia primordial. Nada resultaría más perjudicial que, una vez iniciada la Unión Monetaria, se registrara un rebrote de los costes internos que los desalineara de las tasas medias prevalecientes en el área del euro. Ello derivaría en una pérdida de competitividad de la economía española que, en ausencia del posible recurso al tipo de cambio como mecanismo compensatorio, se terminaría manifestando, si no se corrige a tiempo, en una severa recesión y en un aumento del desempleo.

Para evitar que se produzca un desenlace de esta naturaleza, que tan graves repercusiones tendría sobre la elevada conciencia europeísta de la sociedad española, es imprescindible mantener una acción decidida con el fin de adaptar con prontitud la economía española a los requisitos del entorno de plena integración con las economías europeas más avanzadas y estables. Ello permitirá soslayar la eventualidad de que surjan estos riesgos y que los efectos beneficiosos de dicho proceso se hagan patentes con mayor vigor y prontitud, respondiendo a las expectativas depositadas en el mismo por la sociedad española.