

El euro en el marco de la cooperación monetaria y de la integración europea

LUIS HERNÁNDEZ MENDOZA*

El artículo comienza describiendo el papel del Fondo Monetario Internacional como un claro exponente de la cooperación económica internacional desde su creación en 1944. A continuación el artículo analiza el proceso de integración europea desde sus inicios, especialmente en el ámbito monetario, para finalizar haciendo un balance de la importancia del euro desde su introducción en 1999. En concreto, se estudia la actual evolución del euro en relación con el dólar, así como la profunda transformación que se está produciendo en el mercado monetario europeo desde el nacimiento del euro y del nuevo marco de la política monetaria diseñado por el Banco Central Europeo.

Palabras clave: integración europea, sistema monetario internacional, relaciones monetarias internacionales, política monetaria, Unión económica y monetaria, BCE, euro, dólar, Unión Europea.

Clasificación JEL: F33, F36.

1. Introducción

Cuando a finales de la segunda guerra mundial los países vencedores se plantean la creación de un nuevo orden económico mundial, lo hacen basándose, principalmente, en el plan de Estados Unidos, que fue creado procurando aprender de los errores del pasado (intervencionismo, acuerdos bilaterales, proteccionismo etc.), que habían frenado el comercio y los pagos internacionales hasta casi hacerlos desaparecer.

Este plan se basaba en tres pilares fundamentales: el mercado, la participación de todos los países en la economía internacional y la creación de organismos internacionales. Estos tres pilares muestran claramente las intenciones de Estados Unidos ante el nuevo orden económico internacional. Por un lado había que volver al mercado, pero sin los excesos del pasado cuando se pensa-

ba que este era la panacea que lo resolvía todo, por otro lado, debían participar todos los países, puesto que a todos beneficiaba su creación y desarrollo y, finalmente, se iban a necesitar unos organismos internacionales que se encargaran de vigilar, asesorar e impulsar la cooperación entre los países.

En Europa por el contrario dominaba la convicción de que los problemas de la reconstrucción sólo podrían superarse con un largo período de controles e intervenciones. Fue decisivo que la convocatoria americana para construir un nuevo orden económico internacional basado en los principios de libertad económica fuera atendida por los países europeos.

La cooperación internacional se va a centrar, a partir de ese momento, en tres áreas: monetaria, comercial y de financiación del desarrollo. Para cada una de ellas se creará, o intentará crear, un organismo internacional: el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Organización Internacional de Comercio (OIC) y el Banco Interna-

* Profesor de Economía Internacional y de Organización Económica Internacional de la Universidad Complutense de Madrid y de la Universidad San Pablo-CEU.

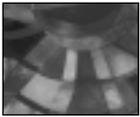


COLABORACIONES

cional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD). En el caso de la OIC no se alcanza el éxito final por lo que se establece en, su lugar, el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT) que no llega a ser un organismo, hasta que en 1995 aparece la Organización Mundial de Comercio (OMC).

A la vez que se crean estas áreas de cooperación en el ámbito internacional, surgen múltiples proyectos regionales; siendo los europeos los de mayor éxito.

En consecuencia dentro del área monetaria, hay que estudiar la influencia que sobre los planteamientos iniciales de cooperación tiene la aparición, en 1957, de un fenómeno nuevo como es la integración europea. La pregunta que se plantea, de forma inmediata, es si la consecución de una integración plena en el ámbito regional, constituirá un factor de distorsión que entorpecerá la cooperación monetaria entre los países o, por el contrario, un factor estabilizador que la favorecerá. Dicho de otra forma, el FMI se verá ayudado, en su misión, por la aparición de la Unión Monetaria Europea (UME) que colaborará con él en la potenciación de una cooperación monetaria internacional, o será perjudicado en su intento de conseguir un orden monetario a escala mundial.



COLABORACIONES

2. El Fondo Monetario Internacional

El FMI es un claro exponente de la cooperación económica internacional que abarca desde la coordinación de las políticas nacionales y las consultas entre países hasta la adopción de las normas que regirán el funcionamiento del sistema monetario internacional. Cuando se crea en 1944 en su convenio constitutivo se establecen seis objetivos.

- 1) Fomentar la cooperación monetaria internacional.
- 2) Contribuir al crecimiento equilibrado y a la expansión del comercio internacional.
- 3) Fomentar la estabilidad cambiaria a través del mantenimiento de regímenes de cambios ordenados y de impedir las depreciaciones competitivas.
- 4) Colaborar al establecimiento de un sistema multilateral de pagos para las transacciones

corrientes que se realicen entre los países miembros y a la eliminación de las restricciones cambiarias.

5) Poner a disposición de los países miembros, temporalmente, los recursos del Fondo, bajo las garantías adecuadas, para que puedan corregir sus desequilibrios de balanza de pagos sin perjudicar la prosperidad nacional o internacional.

6) Acortar la duración y reducir el grado de desequilibrio de las balanzas de pago de los países miembros.

La creación del FMI supuso la adopción de un código de conducta en materia monetaria que se ocupaba, principalmente, de tres de estos objetivos que son especialmente relevantes e importantes para nuestro análisis: la promoción de la estabilidad de los tipos de cambio; la colaboración en el establecimiento de un sistema multilateral de pagos para las transacciones corrientes y la puesta a disposición de los países de fondos que puedan ser utilizados como reservas propias.

En materia de tipos de cambio se pueden distinguir dos etapas. La primera, *Bretton Woods*, desde su creación en 1945 hasta los años setenta y en ella se establece un sistema de tipos de cambio cuasi-fijos, con paridades fijas pero ajustables en función del oro, con el dólar estadounidense como principal moneda de reserva y con el compromiso de su gobierno de convertirlo en oro a una paridad fija de 35 dólares = 1 onza de oro. La coordinación de políticas de esta época fue producto de la disciplina impuesta por los tipos de cambio fijos y del examen de la evolución económica de los países miembros y sus repercusiones de política a que daban lugar las consultas con el FMI.

La coordinación de políticas practicada mientras estuvo vigente el sistema de tipos de cambio fijos funcionó bien durante casi un cuarto de siglo. Fue un período de prosperidad sin paralelo al que el Fondo contribuyó persuadiendo y ayudando a sus países miembros para que pudieran mantener tipos de cambio estables, aplicar políticas macroeconómicas compatibles con esos tipos de cambio, y liberalizar gradualmente las restricciones al comercio y los pagos.

No cabe duda de que el FMI, aunque importante, no fue el único factor que contribuyó al

buen funcionamiento del sistema de *Bretton Woods*; otros factores decisivos fueron la disposición de los países a ajustar sus políticas de modo que el sistema funcionara, y el hecho de que los grandes países industriales pudieran ajustar de forma relativamente fácil sus balanzas de pagos modificando la política macroeconómica sin tener que alterar el tipo de cambio, salvo en casos excepcionales.

En la década de los sesenta, empiezan a hacerse patentes los principales problemas del sistema que se desarrollan durante esos años de tal forma que en agosto 1971 provocan la suspensión de la convertibilidad del dólar de Estados Unidos, lo que supone el inicio de la crisis del sistema. Las causas de esta crisis son tanto técnicas como políticas y estructurales. Desde el punto de vista técnico podemos destacar la estrechez de las bandas de fluctuación y la complejidad del mecanismo de modificación de los tipos de cambio junto con la incongruencia que supone basar la liquidez internacional en el déficit de balanza de pagos de un país, Estados Unidos. Desde el punto de vista político los países estaban cada vez menos dispuestos a poner en práctica las medidas que les exigía su balanza de pagos, políticas contractivas en el caso de déficit y expansivas en el caso de superávit. Finalmente hay dos cambios en la estructura mundial que afectan decisivamente: el aumento de los movimientos de capital a corto plazo y la reducción del papel de Estados Unidos en la economía y en el comercio mundial.

En 1971 todos los países eran conscientes de la necesidad de reformar el sistema de tipos de cambios vigente hasta ese momento. Mientras se conseguía, en el acuerdo del *Smithsonian*, se estableció un sistema de tipos de cambio con nuevos tipos centrales y márgenes más amplios. Fue un fracaso total, y a lo largo de los dos años siguientes las principales divisas establecieron tipos de cambio flotantes.

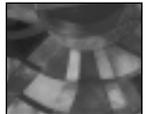
La primera subida de los precios del petróleo, que se produjo en 1973, enfrentó a casi todos los países con una serie de problemas macroeconómicos, alguno de los cuales, la estanflación, era desconocido hasta ese momento. Las políticas monetarias adoptadas de forma individual por los países miembros, eran cada vez menos efectivas

debido a la creciente interdependencia. Todas estas dificultades juntas llevaron a la aprobación de la segunda enmienda al convenio constitutivo del FMI, que entro en vigor en 1978 y creó el soporte jurídico del sistema monetario internacional basado en la libre elección del sistema de tipos de cambio por cada país miembro, la eliminación del oro del sistema y el intento fracasado de conseguir que los Derechos Especiales de Giro (DEG), creados en 1968, se convirtieran en el primer activo de reserva del sistema.

Con esta enmienda entramos en la segunda etapa, que abarca desde la década de los setenta hasta la actualidad y en la que, debido a que el tipo de cambio continua siendo materia de interés general, el Fondo adquiere la atribución de ejercer una fuerte supervisión de las políticas de tipo de cambio de los países miembros. La segunda enmienda es una de las nuevas formas de coordinación de políticas que surge después de los problemas de finales de los sesenta y principios de los setenta; además, las reuniones económicas en la cumbre se convirtieron en un procedimiento habitual de discusión de políticas y decisiones.

En el régimen de tipos de cambio flotantes, establecido en la segunda enmienda al convenio del FMI, se dio por sentado que las políticas internas sólo perseguirían el logro de objetivos nacionales, y que el tipo de cambio libre serviría para equilibrar la posición externa. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que por si mismo, los tipos flotantes no pueden aislar a las economías de las perturbaciones que se producen en el ámbito internacional. También se ha comprobado que las políticas nacionales, en especial la monetaria, afectan de forma directa a los tipos de cambio. Además, se ha observado que las fluctuaciones de los tipos pueden llegar a ser excesivas, y pueden elevar el coste de las transacciones internacionales.

Al principio se trataron de superar las dificultades después de producirse una crisis y se negociaron las formas de atacar las consecuencias. Poco a poco se empezó a considerar la negociación y el diseño de planes coordinados de acción de forma más regular; esta es la esencia del sistema actual de coordinación de políticas. La opinión general presentada en dos informes en



COLABORACIONES

1985, uno del G-10 y otro del G-24 fue que las grandes oscilaciones de las relaciones entre los tipos de cambio de las principales monedas podrían resultar perniciosas, y que esas oscilaciones son originadas por divergencias entre las políticas económicas básicas. Era obvio entonces que la solución sería hallar mecanismos que promovieran una combinación más coherente de las políticas de los principales países. El objetivo actual es dar con un mecanismo que permita el examen multilateral de las políticas nacionales e indique la forma de adaptar las políticas nacionales para que sean internacionalmente coherentes. Hoy en día hay dos líneas: la fijación de zonas meta para los tipos de cambio y el empleo de indicadores económicos generales. Las propuestas sobre como deberían ser los mecanismos de funcionamiento y sobre el papel del FMI, han sido más precisas y claras en el primer caso. El FMI participaría primero en la negociación y luego en el ajuste del conjunto de zonas meta acordadas para las principales monedas supervisando, además, las políticas monetaria y fiscal de los países para comprobar si son coherentes con las respectivas zonas meta.

países con déficit de balanza de pagos para que superen sus dificultades sin tener que recurrir a medidas que puedan ser perjudiciales para ellos o para otros países. Esta ayuda está sometida al cumplimiento de las condiciones que le imponga el fondo para la recuperación de su economía, es la llamada condicionalidad del FMI muy criticada pero necesaria.

La forma en la que el FMI presta recursos a los países con problemas ha ido evolucionando y se han creado nuevos servicios financieros para hacer frente a las nuevas dificultades con que se encuentran en la actualidad. Un ejemplo de estas nuevas vías de financiación es el Servicio Reforzado de Ajuste Estructural que financia los planes de ajuste estructural a tres años en unas condiciones mucho más favorables que las de mercado, y que, ya en 1999 se ha convertido en Servicio para la Reducción de la Pobreza y el Crecimiento, con el que se extiende la dedicación del FMI al problema de la pobreza, lo que implica una mayor coordinación con el Banco Mundial, hasta ahora el único organismo financiero internacional competente en este campo.

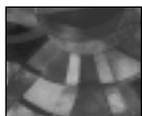
3. La integración en Europa

Al mismo tiempo que se establecen estos campos de cooperación, grupos de países inician acciones regionales. Entre la multitud de proyectos que se intentan poner en práctica los mayores logros se obtienen en Europa lo que es lógico tanto por razones históricas como coyunturales. Entre las primeras están las relaciones tradicionales existentes entre los países europeos y los niveles semejantes de desarrollo en todos ellos. Entre las segundas, la situación de desastre total existente en Europa después de la segunda guerra mundial, que obliga a los europeos a tomar conciencia de la propia debilidad y de la pérdida de la posición central que habían mantenido durante siglos en los acontecimientos mundiales. Habían surgido dos nuevas potencias: Estados Unidos y la Unión Soviética, y la ayuda americana la recibieron casi todos los países europeos, aunque quedaron fuera España, Finlandia y los países del Este, estos últimos por voluntad propia o por presión de la URSS.

El segundo objetivo destacado era la creación de un sistema multilateral de pagos y para ello, inicialmente, el FMI los divide en pagos por cuenta corriente y pagos por cuenta de capital; refiriéndose tan solo en un primer momento a los primeros y estableciendo las normas para los pagos por cuenta corriente en su artículo VIII, en el que indica que quedan prohibidas las discriminaciones en los pagos por cuenta corriente. En el período de transición de la posguerra, la cláusula del artículo XIV, permite a los países mantener ciertas restricciones, que ya venían aplicando, debido a las condiciones excepcionales de la posguerra. Era una situación transitoria a corto plazo, sin embargo, aun hoy en día no se ha conseguido la plena libertad de los pagos por cuenta corriente.

En cuanto a los movimientos de capital su control no está prohibido, pero se ha producido un proceso de liberalización, que es la principal característica del mundo monetario internacional actual.

Finalmente el FMI proporciona recursos a los



COLABORACIONES

Fue, precisamente, esa ayuda americana, llevada a cabo a través del plan *Marshall*, el punto de partida de la integración europea. Su importancia fue muy grande por varias razones:

— El importe total fue muy elevado y casi toda la ayuda era donación, aunque una parte fue en forma de préstamos.

— Supuso un cambio de orientación en las políticas económicas europeas que llevo a la reducción de los controles interiores y de las restricciones exteriores.

— La adopción de políticas de estabilidad para eliminar los excesos de demanda de bienes y servicios que intensificaban las escaseces y alentaban el recurso de los gobiernos a las intervenciones.

— La creación de la OECE (1948-1960) supuso una escuela de cooperación, en la que surgirían, más adelante, los proyectos de integración europea ya que imponía a los países receptores de la ayuda la cooperación entre ellos.

Los proyectos regionales se han extendido por todo el mundo ante las transformaciones experimentadas por la economía mundial. En parte debidas al propio éxito de los organismos económicos internacionales, que al eliminar obstáculos a intercambios, pagos y movimientos de capital han conseguido una situación muy diferente de aquella en la que se establecieron. En parte, también, debido a la revolución tecnológica producida y a sus efectos en transportes, comunicaciones e informática. Todo ello ha conducido a la globalización de los mercados y de la economía mundial.

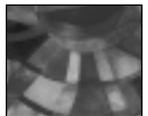
En efecto, el mundo se halla en curso de convertirse en un mercado único para las mercancías, los servicios y el capital. Oponerse a esta globalización equivaldría a haber intentado detener la revolución industrial hace doscientos años. Sin embargo, algunos atacan a la globalización como si fuera una confabulación siniestra contra los trabajadores, instigada por Estados Unidos, por su compromiso con el libre comercio, y aplicada por las multinacionales. Pero las fuerzas que originan la globalización no son la actuación de las empresas, que son, más bien, su respuesta a la globalización, sino, como ya se ha dicho, los avances tecnológicos, que han reducido los costes de

transporte y de las comunicaciones; que han traído la revolución informática. Unido todo ello a que hoy se acepta, con generalidad, que el comercio y la libertad de mercado son el mejor camino hacia la prosperidad.

Y, ahora, a diferencia de lo que ocurría con la libertad de comercio que existió antes de la primera guerra mundial, todos, también los países en desarrollo (PED), pueden aprovecharse de la globalización. Al oponerse a la globalización se ataca el proceso que permite progresar a los PED. Los países industriales deben aportar innovaciones tecnológicas manteniéndose en muchos sectores, pero tendrán que ceder otros sectores menos sofisticados a los PED. En definitiva hay que repartir y negociar pero no ir en contra de un proceso que es, en buena parte, irreversible.

4. La integración monetaria en Europa

El proceso de integración europea se inicia con el tratado de París de 1951 que crea la Comunidad Europea del Carbón y el Acero (CECA) y en 1972 se plasma en un primer acuerdo monetario concreto, conocido como la «Serpiente Monetaria en el túnel», que establece un sistema de flotación conjunta de las monedas europeas respecto al dólar, en el que las divisas de los países miembros no podían separarse entre sí más de un 2,25 por 100. En 1973 como consecuencia de la crisis del sistema monetario internacional de *Bretton Woods*, el sistema europeo se modifica manteniéndose la flotación conjunta de las monedas y eliminando el compromiso establecido hasta ese momento con respecto al dólar de Estados Unidos, el túnel, y manteniendo el compromiso entre ellas. En 1979 se crea el Sistema Monetario Europeo (SME) que es un sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables y que tiene su principal diferencia, con el acuerdo de la etapa anterior, en la aparición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU). El ECU debía cumplir las funciones del dinero y con respecto a él tenían que establecer su cambio central cada una de las monedas participantes en el sistema con lo que, indirectamente, se fijaban los tipos de cambio entre todas ellas. Cuando se crea, en 1979, se fijan unas bandas de fluctuación para los tipos de cambio del $\pm 2,25$



COLABORACIONES

por 100, aunque de forma excepcional y temporal una determinada moneda podía fluctuar en una banda del ± 6 por 100. Como consecuencia de las turbulencias monetarias que tuvieron lugar en 1992-93, las bandas de fluctuación son modificadas el 2 de agosto de 1993, permitiendo una variación máxima del ± 15 por 100. Finalmente el 1 de enero de 1999 empezó a funcionar la Unión Monetaria Europea (UME).

El objetivo es la creación de una moneda única para todos los países participantes y, para ello, se inicia un proceso que necesita dos requisitos para arrancar:

1. Un clima político que muestre la voluntad de todos los gobiernos, o al menos de la mayoría, para alcanzar la moneda única.

2. Una coyuntura económica favorable.

El paso a la tercera, y última, fase (UME), se ha producido el 1 de enero de 1999:

— Todos los países que querían entrar, menos uno, Grecia, lo han conseguido, lo que demuestra que existe en la gran mayoría una gran voluntad política a favor de la UME.

— A pesar de la lentitud y las dificultades encontradas, parece que en Europa se ha conseguido salir de la recesión iniciada a principios de los noventa, creando un clima económico más adecuado para el logro de la tercera fase.

En este proceso de integración monetaria seguido en Europa hay que destacar que la preocupación por los temas monetarios aparece, y se agudiza, cuando el Sistema Monetario Internacional (SMI) funciona mal o genera problemas a algunas de las políticas comunes, como por ejemplo a la política agrícola común (PAC).

Los primeros pasos hacia la consecución de la UME, el Acta Unica y el tratado de Maastricht, crean problemas al aceptable funcionamiento del SME, aunque las turbulencias del 92/93 son también debidas, en primer lugar, a la sobrevaloración de ciertas monedas respecto del Marco alemán (DM), por el mantenimiento de los tipos de cambio centrales a pesar de la diferente evolución de los precios y las políticas económicas en los distintos países y, en segundo lugar, a la ruptura de la uniformidad cíclica en Europa como consecuencia de la reunificación alemana.

Pero, en todo caso existía una incompatibilidad en la consecución simultánea de tres objetivos:

1. Tipos de cambio fijos (SME).

2. Movimientos de capital libres (Acta Unica).

3. Políticas monetarias independientes.

Añadiendo a estos tres la libertad de pagos por cuenta corriente, prácticamente conseguida por los países implicados, se ha hablado de un cuarto inconsistente.

Como no se quería renunciar al primero ni al segundo y mucho menos al cuarto, un objetivo del FMI alcanzado ya por la mayor parte de los países relevantes, la solución buscada es una especie de huida hacia adelante, una moneda única, y una política monetaria única, renunciando los países que forman la unión monetaria a la independencia de sus políticas monetarias. Este es el origen del informe *Delors* y del tratado de Maastricht.

El tratado de Maastricht es el más divisorio de los tratados comunitarios, como reflejo de posiciones encontradas. En efecto:

— Francia quería evitar la hegemonía alemana, con un mecanismo de decisión comunitario.

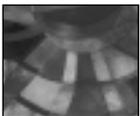
— Alemania era el país que más tenía que sacrificar, algo del poder absoluto del *Bundesbank*. Trata de que el Banco Central Europeo (BCE) se parezca, lo más posible, a aquel.

— Inglaterra es muy suspicaz ante la moneda única. Respalda el Mercado Común, pero no quiere la cesión de soberanía a la UE.

— Dinamarca e Irlanda compartían, en alguna medida, la posición de Inglaterra

— España y otros países menos desarrollados querían un proceso abierto a todos, temiendo quedarse fuera.

Durante la negociación hubo varias propuestas; Inglaterra puso en práctica tácticas dilatorias con la excusa de conseguir una moneda dura y el Benelux, con Alemania detrás, era partidario de un núcleo duro formado por el área de influencia del DM y Francia. El resultado fue el principio general de una UME abierta a todos, pero con unas duras condiciones para entrar plasmadas en los criterios de convergencia: tipos de cambio, estabilidad de precios, tipo de interés, déficit



COLABORACIONES

público y deuda pública. Estos criterios respondían a la teoría de la coronación según la cual la moneda única sería el resultado del proceso de convergencia. Sin embargo, a la hora de la verdad, surgieron dudas sobre su aplicación debido fundamentalmente al margen de fluctuación del tipo de cambio, la flexibilidad de los criterios fiscales, deuda, y la rigidez en los criterios monetarios. Además, la situación de crisis económica hizo mucho más difícil el cumplimiento de los criterios para casi todos los países, incluidos los del núcleo duro.

En la primavera de 1998 se hizo la selección de los países participantes, utilizando los datos de 1997, y se puso en marcha el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), formado por el recién creado Banco Central Europeo (BCE) y los Bancos Centrales Nacionales. Los países que finalmente adoptaran la moneda única fueron once, quedando fuera, por no cumplir los criterios o por decisión propia, Grecia, Suecia, Inglaterra y Dinamarca.

La introducción del euro empezó el 1 de enero de 1999 iniciándose una fase que durara tres años, como máximo hasta el 1 de enero del 2002. En esta fase:

— Han entrado en vigor los tipos de cambio irrevocables de conversión. Monedas nacionales y euro son expresiones diferentes de una misma moneda.

— El BCE ha comenzado a ejercer sus competencias, diseñando la política monetaria.

— Las operaciones del SEBC son todas en euros, aunque los bancos centrales siguen pudiendo operar en moneda nacional. Aunque se deja libertad, existe el convencimiento de que al operar el SEBC en euros, los mercados serán pronto mercados en euros. Los pagos se realizan en tiempo real ya que los *Real Time Gross Settlement* (RTGS) de los países se relacionan a través del sistema *Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer* (TARGET) que opera en euros y permite los pagos entre bancos centrales de distintos países en tiempo mínimo.

— Han desaparecido los mercados de divisas entre monedas europeas, que cotizan en euros frente a terceros países. Ello ensanchará el mercado del euro.

— Se ha establecido el marco legal, sobre los principios de: equivalencia legal entre euro y monedas nacionales y de libertad a los agentes para utilizarlos indistintamente en los pagos que no sean en efectivo.

— Puesto que aun no hay billetes en euros, ha comenzado la emisión de deuda pública en euros, que contribuirá al desarrollo del mercado financiero. Los agentes pueden adquirir valores denominados en euros pagando en moneda nacional.

— Se han desarrollado y continuaran desarrollándose campañas de publicidad para anunciar que: la sustitución total de moneda nacional por euro está próxima, y que el proceso no afectará a las rentas ni al ahorro de cada cual.

— Se están adaptando las fabricas de moneda, y preparando la estrategia de paso definitivo al euro.

El hecho de que esta fase dure tres años ha obligado a poner en práctica una doble acción para que el vínculo entre monedas nacionales y euro sea no sólo económico sino también legal. Y el SEBC ha comenzado una política monetaria rigurosa, orientada a la estabilidad, un objetivo con el que las políticas fiscales deben cooperar.

El tratado de Maastricht, ya pensaba en esto cuando prohibió al BCE y a los bancos centrales conceder créditos a instituciones u organismos comunitarios o de los sectores público; a las instituciones financieras conceder créditos privilegiados, a los mismos beneficiarios potenciales; y a la UE, y a los Estados miembros, asumir o responder de los compromisos adquiridos por otros estados.

Pero las dificultades, en los últimos años, para reducir el déficit público, incluso en países del núcleo duro, ha llevado a reforzar esta acción con la propuesta alemana de un «Pacto de estabilidad» que amplía, en rigor y en el tiempo, lo acordado sobre criterios fiscales. El consejo europeo de Dublín de diciembre de 1996 así lo acepto.

En resumen, desde el punto de vista fiscal, 1999 ha sido un punto y seguido puesto que hay que seguir vigilando que el desequilibrio fiscal no perturbe el funcionamiento de la unión monetaria.

La fase inicial de la introducción del euro, que durará un máximo de seis meses, se iniciará el 1 de enero del 2002. En ella se producirá la sustitución



COLABORACIONES

ción total de las monedas nacionales por euros, billetes y monedas, y las monedas nacionales perderán su fuerza legal.

Quedan cosas por hacer para que la Unión Monetaria esté completa en todos sus detalles organizativos y de funcionamiento pero, sin duda, existe voluntad política para conseguirlo y la coyuntura económica es más favorable que hace unos años. Lo más importante en el tiempo actual es conseguir políticas económicas con credibilidad en el doble sentido de mantener la convergencia y ser compatibles con la coyuntura. En ello están los países, y, sobre todo el Banco Central Europeo.

5. El euro: un año en el Sistema Monetario Internacional

La aparición del euro ha sido el hecho más relevante en la historia del sistema monetario internacional (SMI) al menos desde que, a principios de los años setenta, el sistema de *Bretton Woods*, en crisis irreversible, fue sustituido por el actual sistema de libre elección por parte de los países, en el que predomina, de forma creciente, la flotación.

El momento en el que se crea el euro coincide con las peticiones de una nueva y urgente adaptación del Fondo Monetario, y de sus políticas, a una situación caracterizada por la existencia de crisis económicas, con contagio entre países y riesgo para el conjunto del sistema. No es extraño que se haya producido un debate sobre el papel que podría desempeñar la nueva moneda europea en el sistema monetario internacional del futuro. El debate se inició antes de que la Unión Monetaria Europea fuera una realidad, es decir, antes del 1 de enero de 1999 en que se entró en la tercera y última de las etapas previstas, y once países adoptaron el euro en sustitución de sus respectivas monedas nacionales, aunque la sustitución física de las monedas y billetes de cada país, se retrasará, aún, un par de años. Ha transcurrido, pues, un año largo desde dicha fecha, y el debate continúa, enriquecido con los datos disponibles del comportamiento del euro durante este período.

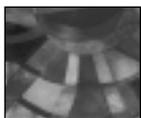
Lo primero que conviene señalar es la importancia de la zona euro en el conjunto de la econo-

mía mundial. Refiriéndonos al euro 11, los Estados miembros representan el 15,5 por 100 del Producto Interior Bruto (PIB) mundial. Una cifra que se sitúa entre las correspondientes a Estados Unidos, 20,75 por 100, y a Japón, 7,5 por 100. El Boletín Mundial del BCE, de enero de 2000, ofrece una desagregación sectorial que sitúa, en los tres casos, a los servicios en primer lugar. La cifra para la zona euro, 67 por 100, vuelve a situarse entre la de Estados Unidos, 72 por 100, y la de Japón, 60 por 100. El sector industrial, incluida construcción, supera, en la zona euro, un tercio de la actividad total, proporción algo mayor que en Estados Unidos, y ligeramente menor que en Japón. Y la producción del sector primario es similar en las tres zonas y se sitúa entorno al 2 por 100 del producto total. Desde el punto de vista de la dimensión, no hay dudas sobre el peso que la zona euro tiene en la economía mundial.

Otro aspecto, al que nos debemos referir es el de la apertura de la economía de la zona euro. En el comercio mundial, la zona euro tiene la cuota de mercado más elevada. En efecto, sus exportaciones alcanzan el 19,5 por 100 de las exportaciones totales, superando las cuotas de Estados Unidos, 15 por 100, y de Japón, 8,5 por 100. Y el grado de apertura de la economía, medido por el promedio de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, en relación con el PIB, se eleva al 16 por 100, que también supera a Estados Unidos, 12 por 100, y a Japón, 10,5 por 100. Pero, además, cada uno de los Estados miembros de la zona euro realiza el mayor número de intercambios comerciales con los restantes países de la zona. Unos intercambios que, desde la aparición de la moneda única, son comercio «interior», y no se ven afectados por las fluctuaciones del tipo de cambio del euro frente a monedas de terceros países.

Conviene añadir que el peso económico de la zona euro, no muy distante del de Estado Unidos, y la mayor apertura de aquella zona, se invertirán cuando se produzca, si se produce, la incorporación del resto de los países miembros de la Unión Europea a la Unión Monetaria. En este caso, el peso de la zona aumentaría, pero el grado de apertura disminuiría.

Otro factor de gran importancia, para comparar las zonas, es el tamaño, y el grado de desarro-



COLABORACIONES

llo de los mercados financieros. En este punto hay que reconocer que los mercados financieros de los países que integran hoy la zona euro, son relativamente modestos respecto de Estados Unidos, y, también, aunque en menor medida, respecto de Japón. Aunque se están produciendo ya algunos cambios en las estructuras financieras de la zona euro, todavía predominan, en ella, la orientación bancaria y la financiación indirecta. Los préstamos bancarios internos suponen un porcentaje del PIB más elevado que la financiación mediante emisiones de deuda interior. Y, además, estas emisiones proceden mayoritariamente del sector público. Desde la aparición del euro se puede observar un proceso de concentración de las entidades de crédito, bancos, cajas de ahorro y cooperativas, cuyo número ha disminuido en un 5 por 100, pasando de las 8.320 existentes a comienzos de 1999, a 7.906 a finales de dicho año. Esta tendencia a la disminución del número de las entidades de crédito, que se producía ya a lo largo de los años noventa, se ha consolidado y reforzado con la aparición del euro. En efecto, la concentración en el sector bancario es una respuesta a los cambios que se registran en los mercados financieros europeos y que incluyen la introducción de avances tecnológicos, la desregulación y la liberalización. El euro es un factor más que empuja en esta dirección.

Se puede asegurar que la aparición del euro y el nuevo marco de la política monetaria diseñado por el Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Banco Central Europeo están transformando el mercado monetario europeo, aunque el grado de integración alcanza niveles diferentes en sus distintos segmentos. Los más integrados son el mercado de depósitos sin garantías, y los mercados de derivados. Y los segmentos, relativamente menos integrados son el mercado de ventas con pacto de recompra, repos, en el que los participantes intercambian liquidez a corto plazo utilizando, como contraprestación, activos de garantía, y los mercados de valores a corto plazo, letras del tesoro, certificados de depósito y pagarés de empresa. Como las existencias de liquidez, incluida la que inyecta el Sistema Europeo de Bancos Centrales, deben ser redistribuida entre los once países participantes, se han desarrollado mucho

las transacciones transfronterizas en el mercado monetario, que hoy alcanzan el 50 por 100 del total en todos los segmentos del mismo. El sistema *target* ha desempeñado un papel importante en la redistribución de la liquidez, y en las operaciones de arbitraje, que contribuyen a nivelar los precios vigentes en los distintos segmentos de los mercados de la zona euro.

El mercado de renta fija denominada en euros, ha experimentado, también, un cambio importante, en 1999, en su vertiente privada, cuyo aumento es espectacular. Mientras que, en 1998, las emisiones en renta fija, en dólares, se elevaron a 400.000 millones de dólares, las realizadas en monedas hoy incluidas en el euro supusieron 220.000 millones. Las cifras, en 1999 son, respectivamente 450.000 millones de dólares y 500.000 millones, por lo que, las emisiones denominadas en euros han superado a las denominadas en dólares. Los mercados de renta variable registran, por su parte, un aumento del número de empresas que cotizan en bolsa, que refleja la importancia creciente de la financiación directa en la zona euro, que, así se va pareciendo más al modelo norteamericano, al adquirir una estructura más titulizada.

La continuación de estas tendencias, que se aprecia en el primer año de funcionamiento del euro contribuirá a modificar, más aún, la estructura financiera europea en los próximos años, algo que, además de resultar beneficioso para prestatarios e inversores, reforzará la importancia del euro.

La dimensión y el grado de apertura de la zona y la integración y buen funcionamiento de los mercados financieros son condiciones necesarias, pero no suficientes, para garantizar la importancia futura del euro como moneda internacional. Es preciso que, además, exista confianza en la estabilidad futura de la moneda. Los criterios de convergencia nominal, establecidos, en su día, para calificar a los países para la Unión Monetaria Europea y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento van en esta dirección, apuntada al establecerse la estabilidad de precios como el objetivo básico de la política monetaria del Banco Central Europeo. Todo parece indicar, al cabo de un año de actuación de este, que el euro reunirá todas las condi-



COLABORACIONES

ciones exigida para que una moneda sea utilizada internacionalmente como unidad de cuenta, medio de pago y como instrumento de conservación de valor, y, por lo tanto, como una posible alternativa al dólar. Este cuenta, a su favor, con el llamado factor histórico, al que Frankel atribuye una gran importancia que parece confirmarse por el limitado número de monedas que han sido utilizadas internacionalmente como dinero. Prescindiendo de referencias más antiguas, y, sin duda, menos comparables, cabría hablar tan sólo de la libra esterlina, a partir de la segunda mitad del siglo XIX y hasta la primera guerra mundial, y del dólar, desde entonces.

La pérdida de la importancia de la libra en el mundo tardó varias décadas en confirmarse, sin duda por la inercia que caracteriza este tipo de procesos. Después de la segunda guerra mundial, el predominio del dólar es absoluto, sobre todo en una primera etapa, y, menos evidente desde la suspensión de su convertibilidad en oro y las dos devaluaciones, en los años setenta. Desde entonces, se afianza la posición del marco, en dicha década, y se utiliza también el yen, en la siguiente, pasando a un sistema tripolar, pero con pesos muy distintos de las tres monedas implicadas, dólar, yen, y marco. El papel de esta última es el que ha sido sustituido, ahora, por el euro. Pero si, en la evolución anterior, la utilización del dólar, como unidad de cuenta y como medio de pago apenas se vio afectada por el mayor empleo del marco y del yen, sino que estas funciones han tendido a concentrarse en un solo instrumento. Parece lógico pensar que el dólar continuará siendo el medio de pago predominante, y que, como unidad de cuenta, es difícil que pueda ser desplazado para expresar los precios de las materias primas, ni, tampoco los del comercio exterior de la mayor parte de los países en desarrollo. El euro puede ir participando, con el transcurso del tiempo, sobre todo en ciertas zonas de influencia de la Unión Europea, pero no tiene sentido prever un desplazamiento importante del dólar en las funciones antes mencionadas. Por el contrario, si el euro resulta ser una moneda estable, hipótesis de la que se debe partir, podría ser utilizado de manera creciente como instrumento de conservación de valor. Una función en la que, desde los

años setenta, el dólar muestra un cierto declive, aunque más visible en las tenencias privadas que en las públicas, que ha permitido la utilización de otras monedas, principalmente el marco y el yen, con este objetivo.

La evolución que se está produciendo no tiene nada que ver con la cotización del euro en los mercados que, durante los primeros catorce meses de su existencia ha registrado depreciaciones del orden del 20 por 100 respecto del dólar y del 25 por 100 respecto del yen. Entraba dentro de lo previsible que la suspensión de las fluctuaciones monetarias en la zona euro con la introducción de la nueva moneda fuera acompañada de mayores fluctuaciones frente a monedas de otros países como el dólar y el yen. Y así han ocurrido las cosas, aunque ciertamente en un grado mayor del previsto. Debe indicarse que el principal «motor» de estas variaciones en los mercados de cambios ha sido el yen, la moneda que más ha fluctuado frente a las otras; pero incluso en el caso de la relación dólar/euro, la evolución se explica por el razonamiento económico clásico. En efecto, durante toda la vida del euro, los tipos de interés de los activos denominados en dólares han sido superiores a los europeos y en estas condiciones, la apreciación de la moneda, con tipos de interés más altos ha de considerarse normal. Pero hay más; durante todo ese período, las expectativas han jugado en la misma dirección. Porque las situaciones respectivas de la economía en ambas zonas nos mostraban un fuerte crecimiento en Estados Unidos, frente a una recuperación, más o menos consolidada, en Europa. Situaciones distintas que apuntaban, y aún hoy apuntan, a más expectativas de aumentos futuros de los tipos de interés mayores en Estados Unidos que en la zona euro. Todo ello ha provocado salida de capitales de la zona euro hacia Estados Unidos, que responden, plenamente, a la lógica económica, y que han contribuido, en los últimos meses, a la debilidad del euro.

La evolución del euro frente al dólar se explica, pues, por la combinación de expectativas de tipos de interés, favorables al dólar, y por la salida de capitales de la zona euro hacia Estados Unidos, con destino preferente a la Bolsa, en la que hay un elemento de burbuja financiera que el Pre-



COLABORACIONES

sidente de la Reserva Federal, ha calificado, en algunos momentos de «irracional».

Más difícil es explicar el caso de Japón, donde la apreciación del yen, con dinero al cero por ciento, desde hace más de un año, se apoya en el fuerte superávit comercial frente a Estados Unidos y en las entradas de capital en el país que, en 1999 han llevado al índice nikkei del 12.000 al 20.000.

La relación entre el euro y el yen es menos significativa. Es una relación derivada de la evolución del cambio del euro con el dólar, y de este con el yen. Si apareciera una expectativa de fuerte aumento de los tipos de interés en Estados Unidos, que corrigiera los excesos de la bolsa, en dicho país, se produciría una caída del dólar respecto del euro, incluso manteniendo los diferenciales de tipos de interés en valores absolutos. Ello podría trasladar la contracción a Europa.

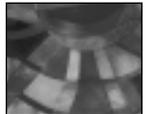
La fluctuación de las cotizaciones entre las principales monedas sólo podría reducirse mediante un acuerdo entre las tres monedas en cuya conveniencia ha insistido, entre otros R. Mundell, para reducir la volatilidad de los cambios y sus efectos sobre los desequilibrios mundiales.

A juicio del Premio Nobel de Economía de 1999, la reconstrucción de un auténtico Sistema Monetario Internacional debería plantearse el problema de los tipos de cambios entre las tres áreas e intervenir, en consecuencia. Una intervención que, insiste, siempre ha funcionado si las políticas monetarias han sido las adecuadas. Así, desde que los once países fijaron, de manera irreversible sus cambios, a mediados de 1998, de cara a la parición del euro el 1º de enero de 1999, no se registro especulación alguna. La razón: que los mercados creyeron que los tipos eran definitivos. No siempre ha sido así, sobre todo en el caso de algunas intervenciones más bien esporádicas que sistemáticas y concertadas. Para que la intervención sea eficaz es necesario respetar tres principios. El efecto monetario de la intervención no debe ser esterilizado; la intervención se debe realizar, simultáneamente, en el mercado al contado y a plazo; y la intervención debe concertarse con las otras autoridades monetarias, porque una intervención del G-7 siempre será más creíble que una intervención unilateral.

En definitiva, Mundell insiste en los perjuicios que pueden derivarse de un exceso de volatilidad de los tipos de cambios, que podría ser contrarrestada por una intervención entre las monedas de tres áreas que alcancen, cada una por su lado, la estabilidad «interna» de precios. La alternativa, nada deseable para él, para los países pequeños sería la de vincular su moneda con alguna de las mencionadas, dólar, euro, yen, una situación que recordaría algo el colonialismo monetario del siglo XIX.

Sin embargo, no parece estar próxima la fecha en que tales acuerdos sean posibles, aunque en el rápido proceso de cambio al que está sometida la economía mundial no puede descartarse nada. En todo caso la dolarización es un fenómeno en marcha, que, aunque complicado, algunos consideran imparable y la paralela utilización creciente del euro, por países que aspiran a integrarse en la Unión Europea o a vivir, sin integrarse, en su área de influencia, países del centro y del este de Europa, países mediterráneos, países del área CFA, etc., es algo que ya se está produciendo. Una «eurización» paralela a la dolarización, sobre todo en países de América Latina, y que, de momento al menos, aparece como una posibilidad mucho más alejada en el caso del yen y otros países asiáticos.

La evolución de la economía mundial en materia de tipos de cambio, y también en cuanto a la libertad de movimientos de capital y, en general, de restricciones a los pagos, estará condicionada por los desequilibrios entre las principales áreas monetarias, cuyos niveles son preocupantes. Estados Unidos ha alcanzado un déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, del orden del 4 por 100 del PIB. La contrapartida está en los excedentes exteriores de Japón, y, en menor medida de la zona euro. Hasta ahora han podido ser financiados, sin problema, e incluso, han sido compatibles, como hemos señalado, con la apreciación del dólar. Un aterrizaje suave sería lo deseable, pero no está garantizado. Por otra parte, la economía mundial se encuentra ante una revolución tecnológica, cuyo centro está, también, en Estados Unidos, y cuyos efectos sobre la productividad explican el fuerte crecimiento, con baja inflación, de dicha economía durante un largo



COLABORACIONES

período. Pero hay dudas justificadas en cuanto a la prolongación de este fenómeno. Está expansión, sin precedentes, de la economía norteamericana ha disparado las cotizaciones en la bolsa, que se han contagiado a otras bolsas, provocando revalorizaciones incluso mayores que en aquella. Se ha creado, también incertidumbre en cuanto a si tales valorizaciones son sostenibles, o se trata de burbujas financieras cuya explosión podría dañar la demanda y la actividad económica mundiales.

Todos estos factores de incertidumbre son otros tantos elementos de fragilidad que afectan a las previsiones de evolución de la economía mundial. ¿Pesarán más los factores favorables, como espera el FMI? Por el contrario, ¿podrán prevalecer los elementos de fragilidad? Y, en todo caso ¿cómo podría adaptarse mejor la zona euro a la evolución previsible de la economía mundial? Son, todas ellas, preguntas cuya contestación, en un sentido o en otro, condicionarán el comportamiento de la economía mundial y el funcionamiento del SMI, a los que habrá de adaptarse el euro.

Entre los factores que parecen fomentar o entorpecer los procesos de reestructuración del aparato productivo y de distribución asociados a la innovación tecnológica, los hay de naturaleza microeconómica y macroeconómica. En cuanto a los primeros, la innovación supone sustitución de trabajo por capital y desplazamiento de los factores entre los sectores económicos. De ahí la necesidad de disponer de un mercado de bienes y servicios y de factores productivos —mercado laboral y mercados financieros— competitivos y eficientes. El Mercado Único y la Unión Monetaria han permitido avanzar en estos aspectos, pero hemos visto las insuficiencias aún existentes, sobre todo en la estructura financiera que respalda al euro. En cuanto a los segundos, es indispensable un clima de estabilidad macroeconómica que, en Europa está previsto a partir de la política monetaria del BCE y de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que contribuirán a despejar las expectativas empresariales y a estimular el crecimiento.

Sobre estas bases, la referencia indispensable a Estados Unidos nos indica que las nuevas tecno-

logías se han desarrollado en dicho país de un modo espontáneo, en un clima de competencia y de estabilidad, y no como el resultado de intervenciones públicas. Sería bueno facilitar el proceso y crear las condiciones que los favorezcan. A este propósito responden al parecer, las decisiones adoptadas en el Consejo Europeo celebrado en Lisboa en abril de 2000, incluido el compromiso de liberalizar e integrar, a finales de 2001, los mercados de telecomunicaciones. Un objetivo compatible con un aumento del empleo y con el mantenimiento de sistemas sostenibles de protección social. Un ejemplo más de que es cierta la afirmación de que el euro no es un punto de llegada, sino un punto y seguido. La convergencia lograda en inflación y tipos de interés, y, también, en la reducción del déficit público son ya logros importantes. En el primer año del euro, en el que se ha iniciado el proceso de recuperación en Europa, no se ha registrado un crecimiento fuerte en la zona debido a la falta de reformas estructurales. Estas son competencia de los propios Estados, cuyas políticas económicas continúan siendo, por tanto, importantes. El euro no lo puede todo, aunque viene a completar y a consolidar el marco en el que se han de desarrollar dichas políticas.

El FMI ha estado siempre en contra de los acuerdos bilaterales y ha desconfiado casi siempre de los acuerdos regionales pensando que eran generadores potenciales de discriminación. Su actitud ante la aparición del euro constituye una excepción a esta regla general. Desde un principio se ha mostrado favorable a la Unión Monetaria Europea creyendo que, por una parte, constituiría un elemento para el funcionamiento del Sistema Monetario Internacional, y por otra, confiando en que no sería causa de discriminaciones para otros miembros del FMI. Confirmado este último extremo por las distintas Directivas y Acuerdos para la introducción del euro, el FMI espera de la Unión Monetaria Europea una contribución al desarrollo e integración de los mercados financieros que ya ha empezado a producirse.

Cumplido un año largo desde su introducción, la valoración de este fenómeno sin precedentes, que es el euro, tiene que ser inequívocamente favorable. El euro se ha ido asentando como la



COLABORACIONES

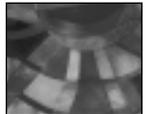
segunda moneda más importante en los mercados financieros. Las emisiones de bonos denominados en la moneda europea han superado a las que han utilizado el dólar. Los países que han quedado al margen (Grecia, Suecia, Dinamarca e Inglaterra) hacen planes para acercarse a la Unión Monetaria en los próximos años. La integración financiera de la zona se ha acelerado, y la concentración de entidades financieras, más polarizada de momento en ámbitos nacionales, suponen una aceptación de la irreversibilidad de la unificación monetaria. La referida depreciación del euro no ha debilitado el proceso de integración y, además, ha contribuido a la recuperación de la economía europea. El euro se apreciará pero será mejor para la Unión Europea que lo haga lentamente.

En cualquier cambio, y la aparición del euro es un cambio muy significativo, hay riesgos. Por ello no es de extrañar que, al jugar un papel más destacado en los mercados financieros mundiales, Europa puede resultar más afectada por crisis futuras. De aquí que el FMI insista en la necesidad de cuidar al máximo las políticas micro y macroeconómicas. Y desde luego, de no contemplar la integración monetaria, en el ámbito amplio de la globalización, en la perspectiva de ganadores y perdedores que podría conducir a aumentar la protección. Por el contrario el crecimiento de la economía mundial puede y debe compensar otras

pérdidas. Y en definitiva, la ruptura del sistema sería desastrosa para todos.

Bibliografía

1. BCE: *Boletín Mensual*.
2. CROCKETT, A.: «The Euro, the Yen and the Dollar: Three International Reserve Currencies». Ponencia en conferencia sobre «Organización del mercado monetario en Europa». París, 1996.
3. EICHENGREEN, B.: «International Monetary Arrangements for the XXI Century». Washington D.C., 1994.
4. FMI: *Informe Anual*. (Varios años).
5. FMI: *World Economic Outlook*. (Varios años).
6. GUITIAN, M. VARELA, F.: *Los sistemas financieros ante la globalización*. Universidad de Alcalá de Henares. Pendiente de publicación en 2000.
7. MUNDELL, R.: «Threat to Prosperity». *The Wall Street Journal Europe*, 30 de marzo de 2000.
8. POLAK, J.J.: «The significance of de Euro for Developing Countries». En «Studies on International and Financial Issues for the Group of Twenty Four». G-24/1997
9. THYGESSEN, N.: «The implications for the International Monetary System of EMU with the ECU as the Single Currency». Boston, 1995
10. VARELA, F. HINAREJO, M. VARELA, J.: «El euro como futura moneda internacional» Madrid: *ICE* n.º 767. Diciembre 97-enero 98.
11. VARELA, M.: «Las crisis y el sistema monetario internacional». *Revista de Economía Mundial*, n.º 1, año 1999. Universidad de Huelva.



COLABORACIONES

Todas las publicaciones de
INFORMACION COMERCIAL ESPAÑOLA
se pueden adquirir en

Ministerio de Economía y Hacienda

Paseo de la Castellana, 162, vestíbulo. 28071 MADRID
Teléfono: (91) 349 36 47 - Fax: (91) 349 36 34
Y en las Direcciones Territoriales y Provinciales de Comercio

03002 ALICANTE

Rambla Méndez Núñez, 4
Teléfono: (96) 520 11 47 - Fax: (96) 520 31 66

04004 ALMERIA

Hermanos Machado, 4, 2.º
Teléfono: (950) 24 38 88 - Fax: (950) 25 85 48

08028 BARCELONA

Diagonal, 631-K
Teléfono: (93) 339 50 00 - Fax: (93) 490 15 20

48009 BILBAO

Plaza Federico Moyúa, 3, 1.º
Teléfono: (94) 415 53 05 - Fax: (94) 416 52 97

11701 CEUTA

Agustina de Aragón, 4
Teléfono: (956) 51 29 37 - Fax: (956) 51 86 45

35008 LAS PALMAS

Franchy Roca, 5
Teléfono: (928) 26 14 11 - Fax: (928) 27 89 75

26003 LOGROÑO

Villamediana, 16
Teléfono: (941) 25 61 66 - Fax: (941) 25 63 53

28001 MADRID

Recoletos, 13, 1.º Dcha.
Teléfono: (91) 435 62 15 - Fax: (91) 576 49 83

29801 MELILLA

Cervantes, 7
Teléfono: (952) 68 14 06 - Fax: (952) 68 16 39

30008 MURCIA

Alfonso X El Sabio, 6
Teléfono: (968) 23 93 62 - Fax: (968) 23 46 53

33007 OVIEDO

Plaza de España, s/n.
Teléfono: (985) 24 20 42 - Fax: (985) 27 24 10

07007 PALMA DE MALLORCA

Ciudad de Querétaro, s/n.
Teléfono: (971) 77 00 44 - Fax: (971) 77 18 81

39001 SANTANDER

Juan de Herrera, 19, 6.º
Teléfono: (942) 22 06 01 - Fax: (942) 36 43 55

20005 SAN SEBASTIAN

Guetaria, 2, triplicado
Teléfono: (943) 42 12 03 - Fax: (943) 42 12 36

38080 SANTA CRUZ DE TENERIFE

Pilar, 1
Teléfono: (922) 24 14 80 - Fax: (922) 24 42 61

41013 SEVILLA

Plaza España. Puerta Navarra
Teléfono: (95) 423 35 84 - Fax: (95) 423 21 38

45071 TOLEDO

Plaza de Zocodover, 6
Teléfono: (925) 22 60 50 - Ext. 14

46002 VALENCIA

Pascual y Genis, 1, 4.º
Teléfono: (96) 351 99 60/90 47 - Fax: (96) 351 18 24

47014 VALLADOLID

Jesús Rivero Meneses, 2
Teléfono: (983) 33 75 48 - Fax: (983) 34 37 67

36201 VIGO

Plaza de Compostela, 29
Teléfono: (986) 43 34 00 - Fax: (986) 43 20 48

50004 ZARAGOZA

Paseo Independencia, 12, 2.º
Teléfono: (976) 22 61 61 - Fax: (976) 21 63 67

Y también en el Centro de Publicaciones del Ministerio de
Economía y Hacienda.
Plaza del Campillo del Mundo Nuevo, 3. 28005 Madrid
Teléfono: (91) 527 14 37 - Fax: (91) 527 39 51.