

COLECCIÓN ESTUDIOS E INFORMES

Núm. 7 ■ 1997

El desafío de la moneda única europea

Joan Elias

2^a EDICIÓN REVISADA Y ACTUALIZADA

Servicio de Estudios



El Tratado de la Unión Europea aprobado por el Consejo Europeo a finales de 1991 fijó el objetivo de alcanzar una moneda única antes de fin de siglo, en un ambiente de euforia generado por la favorable coyuntura económica y por el firme avance conseguido con el mercado único. Pero el entusiasmo inicial pronto se trocó en temor, cuando no pánico, cuando en 1992 los mercados financieros pusieron a prueba la estabilidad del Sistema Monetario Europeo, punto de partida de la Unión Económica y Monetaria (UEM), y prácticamente consiguieron desmantelarlo. Las dudas sobre el realismo de un proyecto sin precedentes históricos comparables se desataron, y se llegó a dudar seriamente de las perspectivas de éxito del mismo.

Sin embargo, desde el momento en que el Consejo Europeo celebrado en Madrid en diciembre de 1995 confirmó la fecha del 1 de enero de 1999 como inicio de la tercera etapa de la UEM, el proyecto ha tomado nuevos bríos y cada vez es mayor la certeza de que se cumplirá el calendario previsto. El paso a la moneda única significa consolidar el proceso de integración europea y asentar definitivamente el mercado interior como un área económica abierta, eficiente y estable.

Nos hallamos por tanto ante un reto considerable para las economías europeas que la colección «Estudios e Informes» no podía desatender. Este séptimo volumen realiza un recorrido histórico por los hitos principales de la unificación monetaria, desde la reconstrucción europea a la constitución de la CEE, el Sistema Monetario Europeo, el Informe Delors y el Tratado de Maastricht. En la última parte se intenta dar respuesta a las preguntas que más a menudo despierta la UEM, tratando de recopilar, ordenar y hacer comprensible la información de la que se dispone hasta mediados de 1997.



CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629, planta 15, torre I
08028 BARCELONA
Tel. (93) 404 62 38
Telefax (93) 404 68 92

1ª edición: septiembre 1996

2ª edición revisada y actualizada: mayo 1997

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección de ESTUDIOS E INFORMES, escritos por especialistas en cada materia, corresponde exclusivamente a sus autores. La CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, 1997

Impreso en:
CEGE Creaciones Gráficas, S.A.
Ciutat d'Asunción, 42
08030 Barcelona
D.L.: B. 21264-1997
ISBN: 84-88099-25-8

COLECCIÓN ESTUDIOS E INFORMES

Núm. 7

El desafío de la moneda única europea

Joan Elias

2ª edición revisada y actualizada



Servicio de Estudios

ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
PRESENTACIÓN	5
<hr/>	
INTRODUCCIÓN	7
<hr/>	
I. ¿POR QUÉ UNA MONEDA ÚNICA?	11
1.1. Del mercado común al mercado interior y más allá	11
1.2. La moneda única: ventajas y riesgos	19
1.3. Los peligros de la transición	28
<hr/>	
II. EL CAMINO A LA INTEGRACIÓN MONETARIA	32
2.1. Los primeros pasos en la cooperación monetaria europea	32
2.2. El Sistema Monetario Europeo	37
2.3. La consolidación del objetivo de la Unión Económica y Monetaria	44
2.4. De Maastricht a Dublín	58
<hr/>	
III. LOS INTERROGANTES DE LA UNIÓN MONETARIA	73
3.1. ¿Habrà moneda única en 1999?	73
3.2. ¿Qué sucederá si se retrasa o se anula el proyecto de la moneda única?	75
3.3. ¿Qué países entrarán en la primera tanda de la UEM?	77
3.4. ¿Debe España entrar en la UEM?	87
3.5. ¿Qué pasará con los países que queden fuera?	96
3.6. ¿Qué es el Pacto de Estabilidad?	99
3.7. ¿Es posible renunciar a la UEM?	102
3.8. ¿Qué sucederá en la segunda mitad de 1998?	103
3.9. ¿Cuáles serán los tipos de conversión?	106
3.10. ¿Ecu? ¿Euro?	108
3.11. ¿Qué sucederá el 1 de enero de 1999?	110
3.12. ¿Cuál será el estatuto jurídico del euro?	112

	<u>Pág.</u>
3.13. ¿Cómo se realizará la sustitución de moneda nacional por euros?	115
3.14. ¿Qué sucederá con el dinero negro?	116
3.15. ¿Cómo serán los billetes y monedas en euros?	117
3.16. ¿Nos acostumbraremos a utilizar euros?	120
3.17. ¿Qué sucederá con los contratos a largo plazo, de todo tipo, expresados en moneda nacional?	122
3.18. ¿Cómo será la política monetaria de la UEM?	125
3.19. ¿Cómo será la política cambiaria del euro?	128
3.20. ¿Qué supone la UEM para los ciudadanos?	132
3.21. ¿Qué supone la UEM para ahorradores e inversores?	134
3.22. ¿Qué supone la UEM para los mercados financieros?	135
3.23. ¿Qué supone la UEM para los bancos y cajas de ahorros?	139
3.24. ¿Qué supone la UEM para las empresas?	141
3.25. ¿Qué supone la UEM para los gobiernos?	143
<hr/>	
IV. CONCLUSIONES	146
<hr/>	

PRESENTACIÓN

El objetivo de este trabajo de divulgación dedicado a la moneda única es, fundamentalmente, responder a las cuestiones que más a menudo plantea la implantación del euro, recopilando, ordenando y facilitando la información disponible hasta este momento, de forma asequible.

La primera versión del mismo fue publicada en septiembre del año pasado y se agotó rápidamente. A pesar de que en su día ya optamos por reeditarlo, ahora nos ha parecido, dado el interés creciente por el tema, que lo que procedía era actualizar el mismo con toda la nueva información acumulada a lo largo de estos últimos meses. Y esto ha sido lo que ha hecho su autor, Joan Elías, miembro de este Servicio de Estudios, profesor de Integración Europea en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Barcelona y especialista en la materia.

Los lectores interesados en profundizar algo más en el tema del euro, sobre todo en las consecuencias económicas de la implantación del mismo, disponen de otro volumen publicado recientemente en esta misma colección con el título «España y el euro: riesgos y oportunidades», en el que siete especialistas de reconocido prestigio analizan las ventajas y los inconvenientes de participar en este gran proyecto de la moneda única europea.

Confiamos, por consiguiente, en que la lectura de uno y otro contribuya a un mayor conocimiento, en general, de lo que posiblemente va a suponer este proyecto y a mentalizarnos de hasta qué punto está afectando ya a las principales directrices de la política económica propia.

Josep M. Carrau
Director del Servicio de Estudios
Barcelona, mayo de 1997

INTRODUCCIÓN

Utilizar una sola moneda en el ámbito de la Unión Europea parece una idea descabellada, por utópica. Que un conjunto de gobiernos cedan voluntariamente su soberanía sobre uno de los signos más representativos de la identidad nacional, como es la moneda, para transferirla a un banco sobre el cual apenas ejercen control es algo que no tiene precedentes. Que, además de renunciar a la potestad de emitir moneda, estén dispuestos a no financiar su deuda a través de un banco central propio o a través de otros cauces privilegiados en aras de la estabilidad macroeconómica es algo verdaderamente ejemplar. Pues bien, este es ni más ni menos el camino que ha encarado la Unión Europea desde la firma del Tratado de Maastricht.

Un Tratado aprobado por el Consejo Europeo a finales de 1991 en un ambiente de euforia generado por la favorable coyuntura económica y por el firme avance conseguido con el mercado único. Sin embargo, el entusiasmo inicial pronto se trocó en temor, cuando no pánico, cuando en 1992 los mercados financieros pusieron a prueba la estabilidad del Sistema Monetario Europeo, punto de partida de la Unión Económica y Monetaria (UEM), y prácticamente consiguieron desmantelarlo. Las dudas sobre el realismo de un proyecto sin precedentes históricos comparables se desataron y se llegó a pensar que todo había sido algo así como un espejismo, el sueño de una noche de verano europeísta.

Pero lo cierto es que había un compromiso político al más alto nivel que quizás era más difícil deshacer que no intentar componer y seguir adelante. Y a ello se aplicaron las altas instancias comunitarias y nacionales hasta llegar a diciembre de 1995, cuando en la cumbre de Madrid la Unión reafirmó el objetivo de crear una UEM, fijó un calendario, dictó las orientaciones más importantes y concretó los trabajos pendientes. El reducto más importante del euroescepticismo, el foco de donde había partido la crisis del 1992, es decir, los mercados financieros, esta vez pensaron que la cosa iba en

serio. Que probablemente en 1999 una nueva moneda, el euro, sustituirá a las monedas nacionales de una parte significativa de los países de la Unión. Que los múltiples problemas que conlleva una transformación de este calado pueden ser superados. En consecuencia, el año 1996 se caracterizó por una paulatina convergencia de los tipos de interés a largo plazo, síntoma evidente de que el mundo de las finanzas, el más afectado por el paso al euro, anticipaba la convergencia europea hacia una única moneda.

La opinión pública, o la ciudadanía en general, muestra una actitud mucho más compleja, que va del escepticismo al rechazo, de la indiferencia a la curiosidad. Las encuestas muestran que la gran mayoría de alemanes y británicos rechazan la moneda única. Menos radical, aunque también significativo, es el rechazo de franceses y belgas. Un panorama desolador que probablemente se explica por la inevitable desconfianza que provoca el anuncio de la desaparición del signo monetario en el que se cuantifican la renta y el patrimonio propios, por la dificultad de comprender el alcance de la propuesta de Maastricht, y por la sensación de desunión que frecuentemente dan los distintos Estados de la Unión en temas mucho más sencillos.

Además, la UEM a menudo es contemplada como una entelequia para llegar a la cual debe desmontarse el Estado del bienestar. En efecto, para acceder a la moneda única es preciso cumplir unos parámetros económicos que incluyen la reducción de la deuda y el déficit público. Una deuda y un déficit que la laxitud de casi todos los gobiernos europeos ha permitido que en los últimos años alcancen los niveles más elevados de la historia en tiempos de paz. Un problema que había que encarar, tarde o temprano, y que el Tratado de Maastricht ha puesto más en evidencia.

La UEM es un proyecto que, por supuesto, puede ser cuestionado desde varios puntos de vista, pero es un plan que se inscribe en la lógica del proceso de integración europea y cuyo fin es estimular y desarrollar la capacidad de creación de riqueza y prosperidad de los pueblos europeos. Un fin que engarza con los solemnes principios contemplados en el preámbulo del

Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, firmado en Roma en 1957, y que junto al Tratado de la Comunidad del Carbón y del Acero firmado unos años antes abrió la puerta a la unidad europea en un contexto de libertades políticas, económicas e individuales.

La trascendencia del tema, por tanto, obliga a conocer mejor en qué consiste la creación de la moneda única, qué obstáculos deben superarse y qué es lo que cabe esperar de la misma. Este es el objetivo de las páginas que siguen. En la primera parte de este trabajo se trata de aportar las bases primigenias sobre las que se asienta la UEM, tanto de orden político como económico. Se repasan sucintamente los argumentos que habitualmente se manejan para aceptar o rechazar la implantación de una moneda única y se hace un énfasis especial sobre el problema de la transición, uno de los aspectos más delicados de todo el proceso.

En la segunda parte se realiza un recorrido histórico que recoge los hitos principales de la unificación monetaria, desde la reconstrucción europea a la constitución de las tres comunidades, las primeras propuestas para alcanzar una UEM, la serpiente monetaria de los años setenta, el Sistema Monetario Europeo, el Informe Delors y el Tratado de Maastricht. Se pretende mostrar que el proyecto que nos ocupa no es una creación reciente, sino que se remonta a bastantes años atrás, y que hasta ahora no se han reunido las condiciones o la voluntad política para impulsarlo.

En la última parte se intenta dar respuesta a las preguntas que más a menudo despierta la UEM, tratando de recopilar, ordenar y hacer digerible, en la medida en que ello es posible, la información de la que se dispone hasta principios de 1997. Las cuestiones expuestas en este capítulo en general pueden consultarse directamente, sin necesidad de haber leído los anteriores. Hay que tener en cuenta, en cualquier caso, las inevitables limitaciones que supone la existencia de muchos asuntos por resolver y la imposibilidad de prever todos los desarrollos futuros que un tema de esta naturaleza puede desencadenar.

Las fuentes utilizadas han sido principalmente los documentos oficiales, informes y estudios de las instituciones europeas relacionados con la moneda única. Por último, el autor desea agradecer los enriquecedores comentarios y las constructivas aportaciones del Dr. Joaquim Muns, Catedrático Jean Monnet de Integración Europea y Catedrático de Organización Económica Internacional, si bien, por supuesto, cualquier responsabilidad por las opiniones vertidas o por los errores existentes debe ser atribuida al autor.

I. ¿POR QUÉ UNA MONEDA ÚNICA?

1.1. Del mercado común al mercado interior y más allá

La creación de las tres Comunidades Europeas en los años cincuenta representa un hito en la historia de Europa.⁽¹⁾ Los éxitos económicos alcanzados en los años cincuenta y sesenta fueron posibles en gran medida gracias al espíritu de colaboración y confianza que generaba la construcción del proyecto europeo. A partir de ahí, la trayectoria no ha sido ni mucho menos lineal, sino que ha tenido sus altibajos, en función de las más diversas circunstancias.

Los años setenta, precisamente, se caracterizaron por el freno del proceso de integración, debido tanto a la crisis económica provocada por las subidas del precio del petróleo como por los conflictos internos que generaba el propio proceso de vertebración de los distintos Estados. El panorama cambió sustancialmente en la década siguiente. En los ochenta, el nuevo impulso surgió de la conjunción de diversos factores. El más importante, probablemente, fue el sentimiento de que el grado de integración al que se había llegado hasta entonces era insatisfactorio, puesto que estaba aún muy lejos del imaginado cuando se crearon las tres Comunidades. Se constataba, asimismo, que con los instrumentos con los que entonces contaba la Comunidad no era posible superar el techo alcanzado. Otros hechos se conjuraron para poner en marcha el proceso de reforma. Por un lado, la celebración de elecciones al Parlamento Europeo por primera vez en 1979 dio a esta institución comunitaria un giro mucho más *européista*. Por otra parte, la paulatina mejora de la coyuntura permitió empezar a superar la *euroesclerosis* económica del continente, y suele suceder que cuando la eco-

(1) El Tratado de París de 1951 creó la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA). Los Tratados de Roma de 1957 dieron lugar a la Comunidad Económica Europea (CEE o CE) y a la Comunidad Europea de la Energía Atómica (CEEa o Euratom). El término *Comunidad* normalmente se refiere a la CE y, por extensión, también a las tres Comunidades Europeas.

nomía va bien, la integración europea avanza. En otro plano, la perspectiva de una importante ampliación (a España y Portugal) suponía asimismo un reto trascendental. En definitiva, estos y otros elementos dieron pie a formular una profunda revisión de los Tratados. El resultado de la reforma fue el Acta Única Europea (AUE), de gestación larga y laboriosa, cuya firma tuvo lugar en 1986. ⁽¹⁾

La finalidad principal del AUE era alcanzar un *gran mercado interior* antes del 31 de diciembre de 1992. Es decir, se trataba de superar las limitaciones existentes hasta entonces y eliminar los numerosos obstáculos que todavía existían a la libre circulación de mercancías, servicios y factores productivos y que la simple aplicación de los tratados fundacionales no había conseguido suprimir. En efecto, la Comunidad Económica Europea (CEE) consiguió eliminar los aranceles interiores, cupos y contingentes en 1968. Pero muchos años después subsistían elementos que dificultaban y distorsionaban el comercio y la movilidad entre los distintos Estados. La disparidad de las reglamentaciones nacionales en cuanto a normas de fabricación, calidad, envasado, sanidad, etc., se erigieron en barreras al comercio intracomunitario tan efectivas o más que los aranceles y cupos suprimidos. La existencia de fronteras, aduanas y controles en el paso de un país a otro contradecía el espíritu comunitario. Las enormemente restrictivas normativas con las que cada Estado reglamentaba sectores como transportes, comunicaciones o banca prácticamente impedían la actividad o la implantación de empresas no nacionales en un país concreto. La libre circulación de trabajadores o profesionales no podía ser una realidad si éstos no podían convalidar sus títulos o diplomas en otro Estado miembro, adquirir una vivienda o un terreno, o movilizar libremente sus depósitos bancarios.

El AUE proporcionó los mecanismos adecuados para solventar la ineficacia que las instituciones comunitarias mostraban a la hora de enfrentarse con el proteccionismo, más o menos encubierto, de los Estados. Agilizó la

(1) Desde los años cincuenta, los Tratados habían sufrido diversas reformas, pero el Acta Única Europea supone una revisión a fondo de los mismos, aunque en sí misma no modifica la estructura institucional comunitaria.

toma de decisiones, adecuó el marco jurídico y fijó expresamente el objetivo de alcanzar el mercado interior en 1992. Paralelamente al AUE, la Comisión⁽¹⁾ aprobó el *Libro Blanco del Mercado Interior*, una recopilación de las 282 medidas que se consideraban imprescindibles para dar cumplimiento al fin previsto. Se notaba ya aquí el empuje del entonces nuevo presidente de la Comisión, el francés Jacques Delors, quien entre 1985 y 1995 capitaneó la Comunidad en una etapa de cambios profundos.

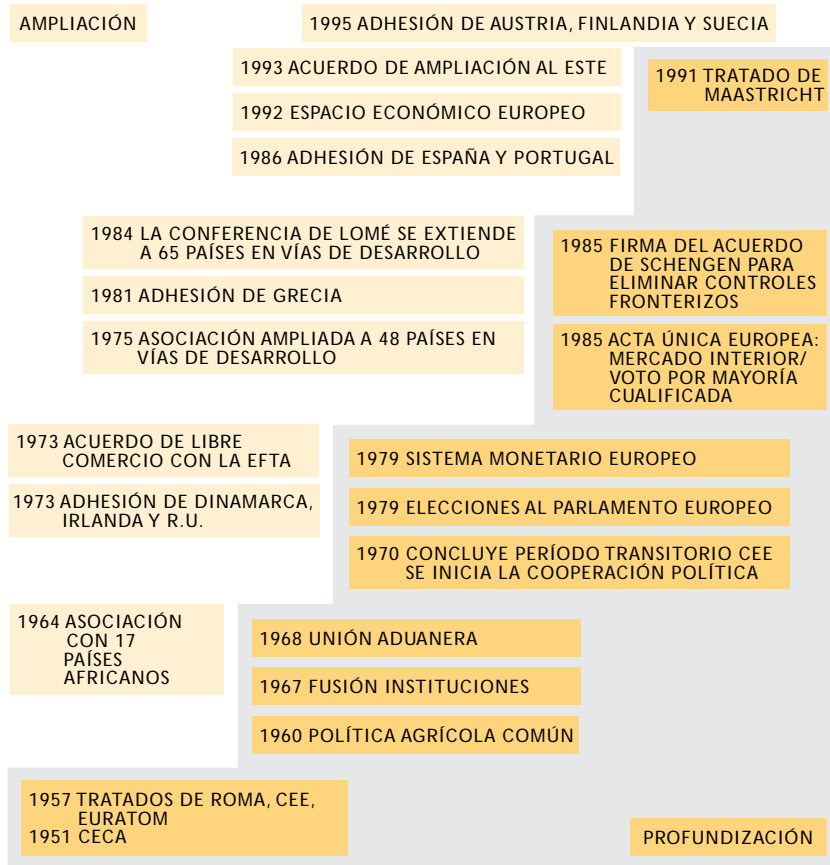
Desde la entrada en vigor del AUE el 1 de julio de 1987 hasta 1992, la Comunidad se afanó en cumplir con el objetivo establecido y, en efecto, el 1 de enero de 1993 el gran mercado interior, meta fundamental, era ya una realidad. Prácticamente todas las medidas previstas en el Libro Blanco se habían adoptado y aunque muchos Estados se hallaban retrasados en su plasmación a las respectivas legislaciones nacionales, el cambio era patente y palpable en un mayor flujo intracomunitario de mercancías y factores productivos. Puede afirmarse sin lugar a dudas que la reforma introducida por el AUE ha sido un paso trascendental para la construcción europea, al hacer realidad el proyecto del Mercado Común del que hablaba el tratado CEE.

Pero el proceso no acababa aquí. El AUE, además, reforzaba la cooperación en materia de política económica y monetaria, partiendo del Sistema Monetario Europeo (SME) y del ecu creados en 1979, y en sus consideraciones iniciales retomaba el objetivo de una Unión Económica y Monetaria (UEM). El primer intento de unificación monetaria, a finales de los años sesenta (el Plan Werner) había fracasado por la inestabilidad mundial y por la crisis económica. Superadas estas circunstancias, de nuevo se veía alcanzable un objetivo que sellaría definitivamente el proyecto europeo. A ello se aplicaron los líderes y funcionarios comunitarios apenas entrada en vigor el AUE. El ambiente era propicio: recuperación económica, éxito del SME, confianza en el futuro.

(1) La Comisión es un órgano supranacional –es decir, independiente de los Estados miembros y del Consejo, y que responde únicamente ante el Parlamento Europeo– que vela por la aplicación de los tratados y las disposiciones comunitarias, participa en las decisiones del Parlamento y del Consejo y tiene asimismo tareas ejecutivas. Actualmente está compuesta por 20 miembros cuyo mandato es de cinco años, y su presidente es el luxemburgués Jacques Santer.

Esquema 1.1

LOS PASOS EN LA INTEGRACIÓN EUROPEA



Fuente: UBS International Finance.

Entre 1988 y 1990, mientras el proyecto de la UEM iba madurando, la caída de los regímenes comunistas de los países de Europa central y oriental alteró sustancialmente el entorno político de la Comunidad Europea. La conversión de dichos Estados a la democracia y a la economía de mercado refrendaba el acierto del camino tomado por Europa occidental varias décadas atrás. Pero, a la vez, eliminaba una de las razones de ser de la Comunidad, a saber, la

cohesión ante el peligro político y militar del bloque del Este. Además, era necesario apoyar y estimular la transición de dichas economías, que una vez culminada su conversión a los valores occidentales, estaban en el pleno derecho de convertirse en Estados miembros de las Comunidades Europeas. Y una ampliación que elevara el número de Estados miembros a más de veinte era claro que podía acabar colapsando los mecanismos de decisión y control comunitarios, por lo menos tal como estaban diseñados entonces.

La respuesta de la Comunidad a este desafío no fue tímida. Se optó simultáneamente por las dos opciones posibles, es decir, por profundizar en la construcción comunitaria y por atender el reto de la ampliación. En primer lugar se consideró que era necesario culminar el levantamiento del gran mercado interior con la UEM, a la vez que debía reforzarse y estimularse la unión política. Más adelante, afianzados estos objetivos, la Comunidad se abriría a las economías del Este.

Esta dinámica proporcionó un notable impulso a los trabajos preparatorios de la UEM y acabó concretándose en la convocatoria de dos conferencias intergubernamentales en 1991 que darían lugar finalmente al Tratado de la Unión Europea (TUE), aprobado en Maastricht (Holanda) en diciembre de 1991 y entrado en vigor en noviembre de 1993.⁽¹⁾ Uno de los ejes básicos del TUE es, precisamente, la implantación definitiva de la Unión Económica y Monetaria.

La Unión Económica y Monetaria, un paso más en el camino de la integración

Hay que entender que la construcción europea se distingue por ser un proyecto abierto, dinámico y progresivo. Podría pensarse que una vez alcanzado el gran mercado interior, el proceso de integración comunitario

(1) El TUE modifica nuevamente los Tratados de las tres Comunidades, inscribiendo la UEM dentro de la CEE (que pierde la «E» de económica y pasa a denominarse Comunidad Europea). Además, el TUE aporta nuevas políticas (interior, justicia, exterior y defensa) que no se desarrollan en el ámbito comunitario o supranacional, sino que se fundamentan en la cooperación intergubernamental. La estructura institucional de la Unión Europea, después de Maastricht, queda compuesta por el *pilar* comunitario (CE, CECA, CEEA) y otros dos *pilares* de carácter intergubernamental: la Política Exterior y de Seguridad Común (PESC) y la Cooperación en Asuntos de Interior y Justicia (CAIJ).

habría culminado y a partir de aquí no se trataría más que de mantener lo alcanzado. Pero ya desde su inicio, las Comunidades Europeas pretendían ir mucho más allá de una estricta unión aduanera, como la que constituyó paralelamente el Reino Unido en 1960 (la Asociación Europea de Libre Comercio), e incluso más allá de una unión arancelaria. El término Mercado Común, profusamente utilizado en los primeros años de la CEE, significaba, además de la eliminación de las aduanas interiores y de la implantación de un arancel exterior común, la libre circulación de mercancías y de factores productivos, lo que inevitablemente lleva a la armonización de las distintas políticas económicas y exige un elevado grado de coordinación y acuerdo en materias no contempladas en el articulado de los tratados.

Pero, además, es preciso recordar que el origen y móvil último de la construcción europea, según lo definieron sus *padres fundadores* (Jean Monnet, Robert Schuman, Alcide De Gasperi, Konrad Adenauer), era alcanzar una unión política por la vía de realizaciones y avances concretos en el ámbito económico. Una unión que expulsara definitivamente las rivalidades, enfrentamientos y guerras que habían sido hasta entonces el patrón habitual de relación entre los pueblos europeos y que culminaron en dos dramáticas guerras mundiales en el corto espacio de 30 años. Romper los sentimientos nacionalistas y admitir una patria común en el ideal europeo exigía cambiar mentalidades y actitudes profundamente enraizadas en el sentir colectivo. Por ello se consideró, acertadamente, que los primeros pasos en este camino debían darse en el campo de la economía. Según la célebre declaración de Robert Schuman del 9 de mayo de 1950, que dio lugar a la creación de la CECA:

«Europa no se hará de un golpe, ni de una construcción de conjunto, se hará por medio de realizaciones concretas, creando una solidaridad de hecho».

Si se conseguía estrechar los lazos económicos entre los distintos pueblos europeos dentro de un ambiente de prosperidad y progreso, el

camino hacia una unión política se allanaba considerablemente y casi venía por lógica. Dentro de una unión política (sea una federación, una confederación u otro sistema de organización colectiva), el riesgo de confrontación es lógicamente muy inferior al que puede existir entre varios estados rivales. Además, dentro de su disparidad, los elementos que unen a los pueblos europeos son numerosos (historia, cultura, religión) y por ello los intentos de unificación política se remontan al empeño de Carlomagno, en la Edad Media, de reconstruir el antiguo imperio romano. Esta es la filosofía que subyace en toda la construcción europea y que hasta ahora las Comunidades Europeas han aplicado.

Es en este contexto en que debe enmarcarse el Tratado de la Unión Europea y, por ende, la unión monetaria. ¿Pero por qué fijar ahora el objetivo de una unión monetaria y no otro tipo de esfuerzo de integración económica? Por ejemplo, podría proyectarse una unificación fiscal; el hecho de que existan quince haciendas públicas distintas, cada una con sus reglamentaciones respectivas, sus laberintos burocráticos, sus impuestos dispares y su desigual presión fiscal, constituye un importante obstáculo en la operativa de las empresas que se mueven en el ámbito europeo. O, alternatively, podría pensarse en construir un presupuesto europeo que respondiera mínimamente a los fines que actualmente se asignan a los presupuestos nacionales y superar así el raquitismo del actual Presupuesto General, que no alcanza el 2% del producto interior bruto de la Unión. Por otra parte, cabe también pensar que la profundización en la Unión Europea debería posponerse hasta la solución de problemas más tangibles e inmediatos, como el paro, el escaso dinamismo de la economía europea o su retroceso en el ámbito mundial.

En cualquier caso, la opción por la moneda única responde tanto al contenido político que un acto de tal naturaleza supone, como a su lógica económica, así como al grado de posibilismo que incluye. Esto último significa que a mediados de los ochenta, cuando se empezó a gestar el actual proceso, el SME, embrión de la futura UEM, presentaba unos resultados

razonablemente favorables: pese a los frecuentes realineamientos de las paridades centrales, había logrado dar una cierta estabilidad a los cambios de las monedas participantes y favorecía la paulatina convergencia de las políticas económicas. Era, pues, consistente pensar en estrechar los vínculos monetarios y recuperar los proyectos de unión monetaria gestados a finales de los sesenta.

En cuanto a la lógica política del proyecto, la unión monetaria se inscribe en la línea de realizaciones económicas concretas que postulaban los primeros impulsores de las Comunidades Europeas. Una moneda única, en este sentido, sería una primera culminación de la integración europea, puesto que como indica la teoría política la moneda, la hacienda y la defensa son los tres ejes fundamentales que definen a un Estado o unión política moderna. Conseguir la moneda única representaría un hito que demostraría la solidez del proyecto común y de alguna manera lo haría irreversible, puesto que la gestión de dicho signo monetario sellaría inevitablemente un compromiso político entre los distintos Estados participantes. Hay que señalar, al mismo tiempo, que se trata de un proyecto osado. Alcanzar una moneda única sin previamente existir una unión política es un acto que no tiene precedentes históricos, y que por supuesto encierra un riesgo elevado.

La Comunidad decidió, pues, apostar por un proyecto como la UEM que, indudablemente, puede fracasar. Este riesgo de fracaso, sin embargo, también se corrió cuando se procedió a la unificación aduanera o a la creación de una política agraria común, por poner dos ejemplos significativos. Las consecuencias de un fracaso, en el ámbito de la construcción europea serían ciertamente importantes, puesto que generarían una desmoralización que probablemente desanimaría nuevos proyectos de integración y de avance en la construcción común.

1.2. La moneda única: ventajas y riesgos

A pesar del origen político del proyecto de la moneda única, los argumentos más utilizados desde el ámbito comunitario para justificar la unión monetaria son los económicos. En este sentido, se acostumbra a resaltar tres categorías de ventajas que reportaría la UEM.

En primer lugar, la moneda única eliminaría la incertidumbre que inevitablemente rodea siempre a los tipos de cambio dentro del ámbito de los Estados participantes, de manera que se suprimirían las primas de riesgo asociadas a la existencia de varias monedas en un área económica y, por tanto, se recortarían considerablemente los diferenciales de tipos de interés entre las distintas economías. Las empresas y los consumidores de un país con moneda débil, como es el caso de España, serían los más beneficiados por este descenso de los tipos de interés nominales. Pero, sobre todo, un tipo de cambio estable favorece la inversión nacional y extranjera, estimula el comercio y optimiza la localización del trabajo y el capital, de manera que el beneficio de suprimir los tipos de cambio se extendería por todo el territorio de la Unión, en un proceso dinámico.

Otra consecuencia directa de la UEM sería la eliminación de los costes por transacciones con el exterior, dentro, claro está, del ámbito de los países participantes. Las transferencias de fondos entre distintos Estados implican un coste no despreciable. En transacciones de volumen reducido pueden llegar a representar un porcentaje elevado de la operación, y en el caso de cambio de billetes de banco el coste se multiplica. Añádase a ello los cargos y comisiones bancarias así como el coste que representan los retrasos y otras contingencias provocadas por las ineficiencias del actual sistema de pagos intraeuropeos. Una moneda única permitiría que los costes asociados a estas transacciones desaparecieran y que la operativa fuera la misma que se produce dentro de un Estado nacional. En particular, favorecería a las empresas con un volumen importante de operaciones con otros países de la Unión, simplificando su operativa en el área de tesorería y liberando recursos para

otros menesteres. El elevado volumen de comercio intraindustrial que existe en la actualidad entre los distintos países europeos y las políticas de libre competencia vigentes permiten anticipar que estas ganancias se difundirían por toda la economía, beneficiando a los consumidores en último extremo.

Cuadro 1.1

COSTES DE TRANSACCIÓN ANUALES DEBIDOS A LA NO EXISTENCIA DE UNA MONEDA ÚNICA

Miles de millones de ecus, 1990

	Margen de la estimación	
<i>Costes de transacción financieros</i>		
Transferencias bancarias	6,4	10,6
Billetes de banco, eurocheques, cheques de viajero, tarjetas de crédito	1,8	2,5
Total	8,2	13,1
<i>Costes internos</i>		
Reducción de los pagos interfronterizos	1,3	1,3
Total	13,1	19,2

Fuente: «One market, one money». Comisión Europea.

Otro argumento convincente para impulsar la moneda única, tal como se plantea la UEM, es su contribución a la estabilidad de precios. Las teorías que en otras épocas defendían los beneficios de una inflación más o menos moderada como instrumento para estimular y lubricar el crecimiento económico en países en desarrollo, hoy en día se hallan totalmente desprestigiadas. El planteamiento de la UEM parte de un banco central independiente comprometido a alcanzar la estabilidad de precios, a imagen del Bundesbank alemán. Evidentemente, la política monetaria por sí sola no es suficiente garantía de estabilidad interna de precios si no va acompañada de un compromiso paralelo del sector público y del resto de agentes económicos. Pero no hay duda de que un Banco Central Europeo como el que se proyecta ejercería un potente poder disuasorio sobre las tensiones de precios. En este caso, los beneficiados serían las economías con una tasa

de inflación tradicionalmente elevada, mientras que las economías con un currículo más ortodoxo no percibirían dichas ventajas. Así, los ahorradores y los inversores de aquéllas no verían menguadas sus ganancias ni sus plusvalías por el deterioro de la moneda. Los pensionistas y los rentistas dependientes de una renta fija no verían menoscabado su poder adquisitivo por la misma razón. La financiación de la deuda pública se beneficiaría de unos tipos nominales más bajos, al disminuir la tasa de inflación, lo que abre la posibilidad de una menor presión fiscal. Las empresas se verían más incentivadas a invertir, como consecuencia de un entorno macroeconómico más estable y del afianzamiento de expectativas de estabilidad, un bien precioso para el desarrollo de las economías. En fin, la eficiencia en la asignación de recursos por la vía de los precios se optimizaría.

La pérdida del tipo de cambio como instrumento de política económica

El primer coste de la moneda única será el asociado a su implantación práctica. Habrá que fabricar ingentes cantidades de billetes y moneda metálica para sustituir a los actuales. El proceso de sustitución supone una logística compleja y complicará notablemente las transacciones comerciales mientras se desarrolle. Habrá que acostumbrar a consumidores y empresas a la utilización de la nueva unidad, lo que precisa campañas de difusión y concienciación. Las empresas y los gobiernos deberán adaptar los sistemas informáticos, contables y operativos a la nueva moneda. Los aparatos que funcionan con moneda –cajeros automáticos, máquinas expendedoras de bebidas, etc.– deberán modificarse. Se trata, en definitiva, de unos costes directos que se generarán en los primeros momentos de implantación de la nueva unidad monetaria y que recaerán sobre distintos agentes económicos. Su cuantificación, en todo caso, no es fácil, ya que intervienen elementos muy diversos y pueden seguirse criterios muy variados.

Sin embargo, el coste que más preocupa de la UEM es la pérdida del tipo de cambio como instrumento de política económica nacional. En este

sentido, el tipo de cambio es utilizado de dos formas. Una, como vía de restauración de la competitividad exterior perdida debido a una mayor inflación. Hasta mediados de los años ochenta, por ejemplo, la crónica mayor inflación que sufría la economía española, y que deterioraba la capacidad exportadora de las empresas, se contrarrestaba en gran medida por medio de un paulatino retroceso en el tipo de cambio de la peseta. En una zona monetaria única, el concepto de inflación regional o nacional deja de ser relevante. Pero es cierto que si dicha región –o Estado– mantiene una tasa de inflación regularmente superior a la media, esta pérdida de competitividad no podrá ser compensada por medio de una devaluación.

La segunda utilización del tipo de cambio, en este sentido, es para contrarrestar las crisis regionales específicas. Si una economía, por ejemplo, está especializada en un sector determinado –construcción naval, agricultura, turismo, etc.– y por razones coyunturales la demanda global de dicho sector cae, provocando una crisis o *shock* diferencial específico en dicha área, la devaluación del tipo de cambio permite un descenso de los precios de exportación y facilita, por consiguiente, el ajuste a la crisis. Algo parecido sucede cuando el *shock* es de oferta, es decir, cuando una economía muy dependiente del petróleo, por ejemplo, se encuentra con un súbito encarecimiento del mismo; su posición competitiva frente a economías menos dependientes de dicha fuente energética se habrá deteriorado. La devaluación de la moneda es una forma de restaurar la competitividad perdida.

La utilización del tipo de cambio como instrumento de política coyuntural, sin embargo, se halla sujeta a importantes críticas. Por una parte, las devaluaciones provocan un encarecimiento de los productos importados y añaden una prima de riesgo a las emisiones de valores nacionales, de manera que la competitividad que se recupera por un lado se escapa por otro, y al final no puede eludirse el ajuste interno. Es inevitable, por tanto, acompañar las devaluaciones con la aplicación de medidas adecuadas de política económica, ya que de otra forma los resultados pueden ser muy negativos. En segundo lugar, la evidencia histórica referida a períodos tem-

porales largos muestra que en las economías desarrolladas las estrategias de devaluación no consiguen llevar a los países que las practican a tasas de crecimiento de la renta superiores a las de economías estables.

Además, la posibilidad de que se den crisis económicas específicas en un país con una economía de tamaño medio es cada vez es más lejana. Primero, porque la elevada integración de los sectores industriales hace que la mayor parte de países importen y exporten a la vez los productos de muchas industrias, sea en forma de componentes, de artículos semiacabados o de producto final. El esquema de economías aisladas, cada una especializada en distintos productos en función de sus ventajas comparativas, que frecuentemente postula la teoría económica, ya no se ajusta a la realidad, si es que alguna vez lo ha hecho. Difícilmente una crisis sectorial tendrá un impacto decisivo en un país concreto. El hecho de que en los últimos años las economías de Europa continental sean sincrónicas en su ciclo refuerza este argumento. En segundo lugar, en una economía abierta y con una unión monetaria creíble es de esperar que las demandas laborales tendrán muy en cuenta el riesgo de provocar una situación anticompexitiva que, ante la imposibilidad de devaluación, provocaría una crisis y acabaría induciendo a una situación de desempleo.

Por otra parte, la utilización del tipo de cambio está sujeta a importantes limitaciones. La apertura de las economías y la extraordinaria movilidad de los capitales entre países quita prácticamente toda capacidad de gestión a los gobiernos en el corto plazo sobre las monedas nacionales, especialmente si el gobierno o el banco central respectivo trata de ir en contra de la dirección del mercado.

Y, lo que es más importante, en la actualidad no es infrecuente que los movimientos de la moneda estén en contradicción con la situación interna de la economía; en este sentido, la UEM tendría la ventaja de eliminar una categoría concreta de *shocks* diferenciales: aquellos generados por una evolución anómala del tipo de cambio. Éste fue el caso, por ejemplo,

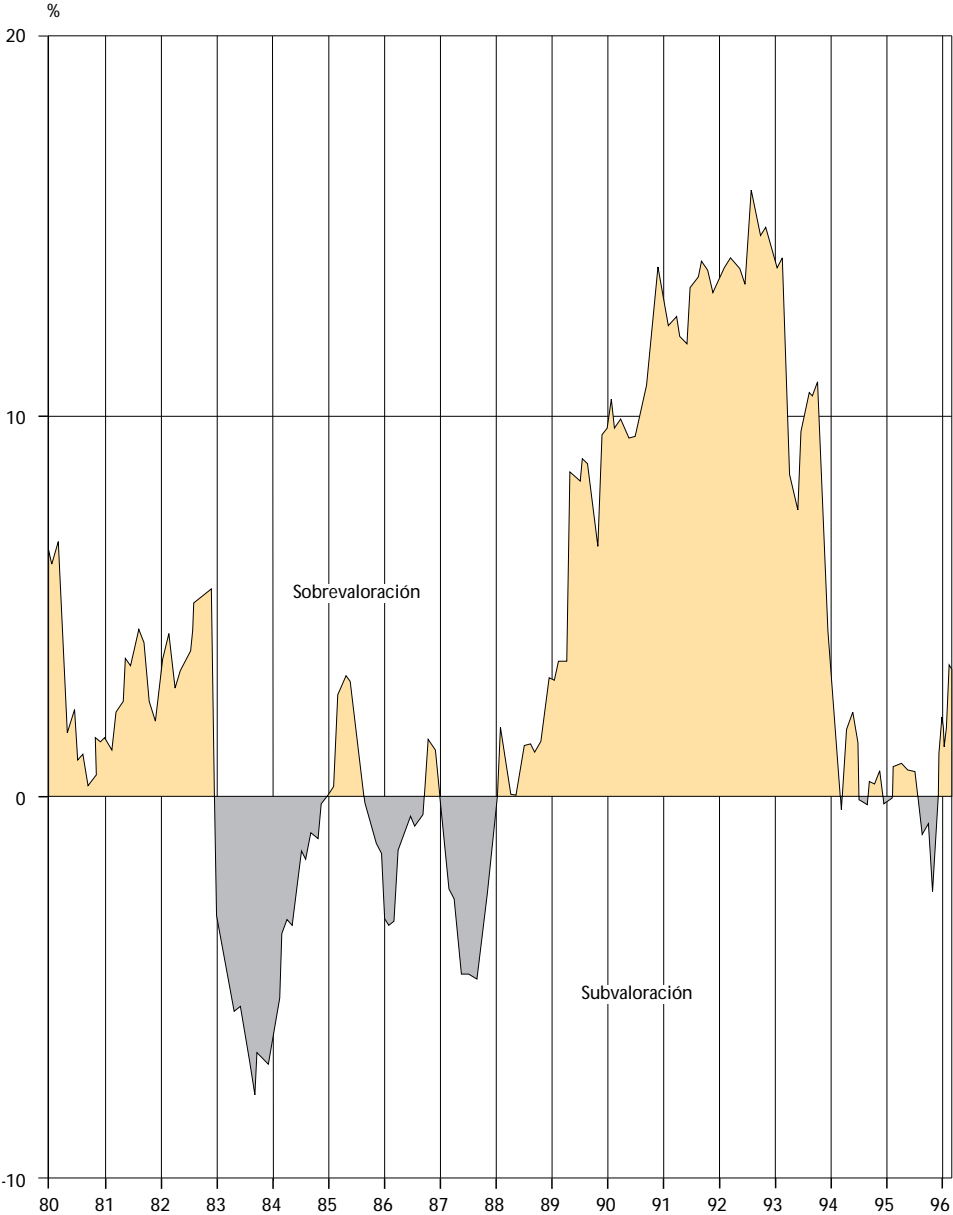
de la sobrevaloración de la peseta en el período 1988-1992. Cabe recordar que en dicha etapa la peseta se comportó como una divisa fuerte, sujeta a tensiones alcistas, pese a que la inflación interna era superior a la media europea y que el desequilibrio de las finanzas públicas se acentuaba de año en año, de manera que en pura lógica económica, la peseta debiera haber seguido una senda de devaluación. Dentro de la UEM, el episodio de fortaleza de la peseta, y sus negativos efectos sobre la competitividad de las exportaciones, no se hubiera dado, puesto que la peseta no habría existido y la subida de los costes internos habría forzado a otro tipo de ajuste en los parámetros económicos.

Pese a los argumentos anteriores, la desaparición del tipo de cambio como último recurso frente a la pérdida de competitividad exterior no deja de ser un riesgo relevante. La citada fortaleza de la peseta entre 1987 y 1991, en un contexto de crecientes desequilibrios internos, acabó con una abrupta devaluación de la divisa española, que en pocos meses recuperó el nivel de cambio real previo a la etapa de fortaleza. Dicha devaluación devolvió la competitividad perdida a las empresas, tanto a las exportadoras como a las dependientes del mercado interior, perjudicadas por las importaciones a bajo precio. De no haber existido la posibilidad de devaluación, aunque tardía, la destrucción de tejido industrial hubiese sido irreparable. Ello plantea el interrogante de si los agentes económicos habrían actuado de forma coherente con la lógica de la unión monetaria: reduciendo rentas, ajustando costes y estabilizando el desequilibrio de las finanzas públicas. Además, la recuperación posterior de la actividad económica se ha apoyado precisamente en las exportaciones, aprovechando la baja del tipo de cambio, de manera que en ausencia de devaluación la reactivación de la economía se hubiera producido mucho más lentamente y hubiera tenido un coste en términos de empleo mucho más elevado.

Los argumentos en contra del paso a la moneda única, sin embargo, deben matizarse con prudencia, puesto que la pertenencia a la UEM exige, por lo menos en una fase inicial, una inflación muy cercana a la del núcleo y, ade-

Gráfico 1.1

VALORACIÓN DE LA PESETA FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA



Nota: Tipo de cambio efectivo real de la peseta frente a las monedas europeas ajustado por el tipo de cambio real de equilibrio, que corresponde a la media de 1980 a 1988.
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

más, comporta unas determinadas condiciones de convergencia en las finanzas públicas. La aplicación de una política monetaria única y el control que se implantaría sobre el déficit y la deuda pública impedirían que la mala experiencia de la fase inicial de la peseta en el Sistema Monetario Europeo pudiera repetirse. Es decir, la UEM comporta una estabilidad macroeconómica que es decisiva a la hora de valorar su aplicación a una región concreta.

Por último, hay que tener en cuenta las consecuencias de una UEM ortodoxa y rigurosa, siguiendo el modelo alemán. Esto significa que, en principio, la moneda única será una divisa fuerte frente al resto y que por tanto las economías que se vinculen a ella sin una capacidad competitiva, tecnológica y comercial al estilo de Alemania, como sería el caso de España, tienen ante sí un reto mucho más importante que las economías que ya actualmente se hallan más en la órbita de influencia del marco. Esta podría llegar a ser una situación conflictiva tanto en el caso de que el núcleo de países de la Unión que integren la UEM sea reducido y queden fuera de ella economías grandes (Italia, Reino Unido, España) con tipos de cambio con tendencia a depreciarse respecto a la moneda única, como en el caso de que una vez integradas todas las economías de la Unión surjan divergencias a la hora de orientar la política monetaria y de cambio, dada la importante diversidad de realidades económicas dentro de la Unión.

El ajuste económico en la Unión Monetaria

La pérdida del tipo de cambio como instrumento de política económica, en cualquier caso, deberá tenerse muy presente por parte de todos los actores sociales a la hora de hacer frente a una crisis específica o a una pérdida de competitividad frente al resto de economías que formen parte de la moneda única. Cuando dentro de un mismo Estado se produce una crisis regional, o un *shock* diferencial, existen tres vías de reequilibrio que facilitan el ajuste necesario. Una es la transferencia de fondos públicos a la región para paliar los efectos de la crisis y atenuar sus consecuencias negativas; se trata de los pagos en concepto de subsidio de paro, los planes de jubilación anticipada, las ayudas directas a empresas, los planes de empleo colectivo,

las obras públicas, etc. La segunda vía es la movilidad del trabajo y de la inversión: la crisis de empleo de la región, por ejemplo, fuerza a los trabajadores a buscar empleo en otras áreas. La tercera es la flexibilidad de los precios de los factores: los salarios, los precios del suelo y los alquileres bajan en caso de crisis, de manera que el abaratamiento de los costes, a medio plazo, permite atraer nuevas inversiones y así generar una recuperación en la actividad económica. La transferencia de fondos públicos es típica de los países europeos; en Estados Unidos, predomina la movilidad y la flexibilidad del precio de los recursos productivos en los procesos de ajuste.

Pues bien, dentro de la UEM el ajuste por la vía de la transferencia de rentas o por la movilidad del trabajo apenas será posible. En el primer caso, la capacidad de movilización de rentas del presupuesto comunitario es muy limitada, como ya se ha señalado anteriormente. El esfuerzo en el crecimiento de los fondos estructurales en los últimos años ha sido importante, pero no es previsible que alcance, ni de lejos, la capacidad de transferencia de rentas que cualquier presupuesto nacional europeo tiene en la actualidad. En cuanto a la movilidad del factor trabajo, si la situación interna de las economías europeas es ya de entrada sensiblemente inferior a la americana, la movilidad intraeuropea es prácticamente insignificante. A las tradicionales resistencias a cambiar de residencia se añaden, a nivel intraeuropeo, los problemas que suponen las distintas lenguas, la disparidad de costumbres, la validación de la experiencia profesional anterior, los distintos entornos culturales, las rigideces en el mercado de la vivienda, etc.

Por tanto, la vía de ajuste de un país participante en la moneda única a las coyunturas adversas deberá ser la flexibilidad de los precios de los factores productivos. Pero tampoco en este campo los distintos países de la Unión Europea, especialmente en Europa continental, se distinguen por su capacidad de adaptación. Las rigideces en el mercado laboral y en la formación de los precios de bienes y servicios son aspectos no resueltos de la realidad económica europea y por tanto plantean importantes interrogantes sobre los efectos finales que puede tener el paso a la moneda única.

1.3. Los peligros de la transición

Según lo visto hasta aquí, ¿las ventajas de la UEM superan a los inconvenientes? La respuesta probablemente no es fácil. Los costes pueden llegar a ser elevados en las economías resistentes a la aceptación del papel de los mercados desregulados, con rigideces en la fijación de precios y salarios, con limitaciones en el desarrollo de la competencia en todos los ámbitos. Es decir, los inconvenientes son relevantes especialmente en la medida en que una economía es incapaz de adaptarse a las cambiantes condiciones de los mercados. Pero, en cualquier caso, desde un punto de vista global, la ecuación *mercado interior + UEM* es superior a la actual ecuación *mercado interior + SME*. Por la misma razón, nadie en sus cabales ha planteado trocear el dólar de Estados Unidos en tantos dólares como estados existen en la unión americana, con políticas económicas y de cambio independientes. No es una conclusión contundente; es cierto que desde el punto de vista económico la situación actual podría mantenerse sin poner en riesgo el gran mercado interior. El proyecto económico comunitario puede desarrollarse y profundizarse con el actual SME. La cuestión es que la UEM, con todos sus riesgos, constituye una situación óptima para desarrollar y afianzar el mercado único.

Pero si sobre el papel la moneda única es deseable a la situación actual, en la práctica alcanzar la UEM no constituye una tarea sencilla. La transición de quince monedas nacionales a una sola no es una cuestión baladí, sino todo lo contrario. Se trata de eliminar las monedas nacionales de forma irreversible, determinando un coeficiente de conversión de cada una con la moneda única, y de crear una sola autoridad monetaria central. Y ello sin antes haberse producido una unificación política, algo sin precedentes en la historia, como ya se ha señalado anteriormente.

Un mal diseño de la transición puede hacer fracasar todo el proyecto. ¿Cómo debe hacerse dicha transición? ¿De un día para otro? ¿Por un proceso definido de etapas y fases? ¿Por un proceso abierto, al que vayan integrándose las economías que lo deseen? Se trata de una polémica ya antigua

en el marco del pensamiento monetario europeo y que al no existir precedentes de un proceso similar en toda la historia, no es fácil dar con la solución idónea.

Un tránsito rápido de las monedas nacionales a la moneda común no parece factible, debido a la enorme complejidad del proceso. La puesta en marcha de todo el entramado jurídico, la necesidad de asegurar la información y la aceptación colectiva de la nueva unidad, así como la conveniencia de asegurar un mínimo rodaje del nuevo signo monetario en los mercados desaconsejan las prisas. Un ejemplo de transición rápida lo constituye la unificación monetaria alemana de 1991, pero se trata de un caso no comparable debido a la existencia de un único poder político y a unas circunstancias históricas muy especiales.

Un proceso pausado, reglado y condicionado puede parecer a primera vista más racional. En la práctica, sin embargo, presenta problemas importantes. En concreto, una transición de este estilo corre el riesgo de que entre el momento de su diseño y la etapa final los acontecimientos modifiquen el entorno o las condiciones particulares hasta tal punto que invaliden parcial o totalmente el esquema. Esto fue lo que sucedió, precisamente, con el Plan Werner⁽¹⁾ a principios de los años setenta y es, en parte, lo que está aconteciendo con la UEM actualmente, que como se verá más adelante es un proceso que si se culmina tal como está previsto habrá durado unos 12 años.

Una alternativa al sistema de etapas sería fijar metas *a la carta*, es decir, un proceso en el que las etapas no tendrían por qué estar coordinadas. Los países dispuestos participarían en aquellos estadios que creyeran conveniente, mientras que el resto se quedaría al margen. El núcleo más avanzado iría progresando hasta alcanzar la integración monetaria. Un planteamiento de este estilo es el que se intentó seguir en los años setenta con

(1) Ver apartado 2.1.

el acuerdo de flotación conjunta de monedas (la *serpiente* comunitaria ⁽¹⁾), pero sus resultados fueron totalmente decepcionantes.

Por otra parte, también ha sido objeto de polémica si la armonización de las políticas económicas debe alcanzarse antes o después de la unificación monetaria. Tradicionalmente, dos escuelas de pensamiento han mantenido posiciones distintas. Los *monetaristas*, con Francia a la cabeza, han sido partidarios de imponer de forma inmediata unos tipos de cambio fijos y todas aquellas medidas necesarias para hacer realidad una moneda única, incluso controles de cambios. Una vez lograda la zona monetaria común, la armonización y coordinación de las políticas económicas vendría como una consecuencia natural e inevitable de la misma. ¿Para qué, pues, esforzarse en alcanzar unos objetivos de convergencia si, una vez alcanzada la unión, esta convergencia aparecerá automáticamente? En una auténtica unión monetaria, la inflación poco puede divergir entre las distintas regiones. Incluso en el caso de desviaciones en los déficit y la deuda pública, es más fácil reducir los mismos dentro de una unión monetaria, puesto que los tipos de interés serán más bajos y por tanto la carga anual de intereses será menor.

Los *economistas*, en cambio, postura defendida principalmente por Alemania, consideran que es imprescindible alcanzar previamente la armonización de las políticas económicas y la libertad de movimiento de capitales. Así, la unión monetaria sería la culminación del proceso de coordinación y convergencia de las economías. De otra forma, es decir, admitiendo en la Unión a cualquier país candidato, sea cual sea su nivel de inflación o déficit público, o prescindiendo del grado de rigor que haya venido aplicando en su política económica, el resultado sería una unión monetaria débil, poco cohesionada, que correría el riesgo de romperse y a la que los mercados financieros no otorgarían su confianza. En el diseño de la transición del Tratado de Maastricht predomina este último planteamiento, fiján-

(1) Ver apartado 2.1.

dose unos parámetros (los *criterios de convergencia*), que pretenden garantizar un grado suficiente de armonización de las economías que accedan a la moneda única. ⁽¹⁾

Cabe señalar, por último, un enfoque distinto del problema de la transición como el que plantea la creación de una *moneda paralela*. Se trataría de implantar una nueva moneda europea que contaría con una base de oro y divisas nacionales y que sería gestionada por un banco central independiente como una moneda fuerte, manteniendo un poder adquisitivo constante y estable. Los márgenes de fluctuación entre las monedas nacionales y entre éstas y la europea se irían reduciendo hasta eliminarse. Las ventajas de la moneda europea la harían dominante, desplazando a las monedas nacionales y convirtiéndose, al final, en la moneda única. Se trata de un enfoque pragmático y simple, pero no exento de problemas a la hora de su puesta en marcha y sobre el que no existen experiencias concretas.

(1) Ver apartado 2.3.

II. EL CAMINO A LA INTEGRACIÓN MONETARIA

2.1. Los primeros pasos en la cooperación monetaria europea

El primer ejemplo remarcable de cooperación monetaria en Europa se remonta al año 1950, cuando los miembros de la Organización Europea de Cooperación Económica (OECE) ⁽¹⁾ crearon la Unión Europea de Pagos. Ligada al establecimiento del Plan Marshall, su objetivo era conseguir un sistema multilateral de pagos. El problema de aquellos años era la escasez de divisas que sufrían las arruinadas economías del continente que, unida a la no convertibilidad entre las distintas monedas, suponía un obstáculo insalvable para el desarrollo de los intercambios comerciales y, por tanto, para el desarrollo europeo. Como la función primordial de la Unión era facilitar las operaciones de compensación monetaria entre bancos centrales, fue necesario utilizar una unidad de cuenta común. Ésta se definió de forma idéntica a la del dólar de Estados Unidos, el principal medio de pago y activo de reserva internacional. Esta unidad de cuenta se siguió utilizando, bajo otras denominaciones y en distintos ámbitos, hasta la creación del ecu, en 1979.

En 1958, la Unión Europea de Pagos alcanzó su objetivo y fue disuelta. A la vez, sin embargo, entró en vigor el Acuerdo Monetario Europeo, dentro del ámbito de la OECE. La finalidad del mismo era proseguir y estimular la cooperación monetaria: facilitar los pagos, conceder créditos para estabilizar las balanzas de pagos, estabilizar los tipos de cambio y efectuar ajustes multilaterales.

En el mismo año 1958 entraba en vigor el Tratado de Roma, por el que se instituía la CEE entre Francia, la República Federal de Alemania, Italia y los tres países del Benelux. En dicho Tratado no se hacía ninguna referencia a una

(1) Antecesora de la actual Organización de Cooperación y Desarrollo Económico, OCDE.

política monetaria común, a una zona monetaria diferenciada o, mucho menos, a una moneda europea. Las únicas referencias monetarias eran las alusiones a los movimientos de capital y a la balanza de pagos. Ciertamente, el Tratado se orientaba básicamente a lograr una unión arancelaria y a unificar el conjunto de políticas económicas más vinculadas a la misma. Únicamente el artículo 105 establecía la creación de un Comité Monetario de carácter consultivo destinado a seguir y a elaborar dictámenes sobre la situación monetaria y financiera, así como al régimen de pagos entre Estados miembros.

La ausencia de alusiones a la cuestión monetaria era perfectamente coherente con la situación del momento. No tenía sentido crear una zona monetaria aislada del dólar de EE. UU. El orden monetario internacional de la posguerra, establecido en los acuerdos de Bretton Woods de 1944, proporcionó durante muchos años el marco de estabilidad necesario para el desarrollo de las economías occidentales. El dólar era la divisa central del sistema monetario internacional, manteniendo una paridad fija con el oro. El resto de monedas se hallaban vinculadas al dólar a través de unas paridades fijas respecto al mismo (se admitía un pequeño margen de fluctuación para permitir el ajuste de los cambios). El bajo volumen del comercio exterior y la escasa importancia de las transacciones financieras internacionales facilitaban la gestión del tipo de cambio por parte de las autoridades nacionales, que además solían contar con un notable arsenal de medidas de control de cambios.

Las monedas europeas, además, apenas salían de la situación de precariedad de la posguerra y no se hallaban respaldadas por economías potentes. La única moneda europea con peso específico en el entramado internacional era la libra esterlina, aunque se hallaba ya en franco declive; pero, en cualquier caso, el Reino Unido se había automarginado de la creación de las tres comunidades europeas, fundando en enero de 1960 la Asociación Europea de Libre Comercio. El marco alemán, por su parte, era un recién nacido, puesto que se creó en 1948, y la economía alemana se hallaba lejos de su actual papel preponderante en el continente. La escasez de las reservas de

divisas del resto de Estados comunitarios hacía inviable cualquier proyecto monetario aislado. En definitiva, no era concebible para la CEE crear un sistema monetario independiente al margen del dólar y de la libra.

Las primeras propuestas de integración monetaria

Pese a lo señalado hasta aquí, tras las revaluaciones del marco alemán y del florín holandés en marzo de 1961, se hizo patente la necesidad de coordinar las decisiones que afectarían a los tipos de cambio. La Comisión incluso llegó a elaborar una propuesta para alcanzar una unión monetaria a través de una serie de etapas. Pero la escasa premura del proceso se hace evidente en el hecho de que hasta 1964 dichas intenciones no se concretaron mínimamente, al crearse el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, el Comité Presupuestario y el Comité de Política Económica a Medio Plazo. De hecho, en aquellos años la atención estaba centrada en la reforma del sistema monetario internacional, del que ya se intuían los problemas futuros.

Con todo, el tema estaba sobre la mesa, y a finales de la década de los sesenta surgieron las primeras propuestas institucionales para estrechar la gestión económica, monetaria y cambiaria. En febrero de 1969, la Comisión presentó el *Plan Barre*, así denominado por el papel destacado que en su elaboración tuvo el comisario Raymond Barre, que más adelante sería primer ministro del Gobierno francés con Giscard D'Estaing. Se pretendía, en el mismo, entre otras disposiciones para coordinar las políticas económicas, establecer mecanismos de ayuda financiera a los Estados miembros con problemas de desequilibrios externos, pasar de la consulta al acuerdo mutuo en las decisiones de cambio de paridades de las monedas y llegar a suprimir completamente los márgenes de fluctuación entre las monedas europeas. Todo ello dentro de un esquema de tres etapas por el que se llegaría a una auténtica unión monetaria.

En aquellos momentos, la situación monetaria europea se estaba deteriorando rápidamente. Pocos meses después de presentarse el Plan Barre, en agosto de 1969, el franco francés se devaluó un 11,1%, como culminación de

la crisis político-económica generada a partir de la revuelta estudiantil de mayo de 1968. En octubre de 1969, la presión alcista del marco alemán desembocó en una revaluación del 9,3%. La disfunción monetaria de las dos economías que formaban el núcleo y el eje de la integración europea, en el momento en que culminaba la unión arancelaria y se ponía en marcha plenamente la política agrícola común, encendió la alarma. En diciembre de 1969, en la cumbre celebrada en La Haya, el Consejo acordó la creación de una auténtica unión monetaria, encargándose al primer ministro luxemburgués Pierre Werner la elaboración de un plan para acceder a la misma.

El Informe Werner, presentado en octubre de 1970, planteaba alcanzar la unión monetaria total en 1980. Esta unión monetaria se apoyaría en tres puntales básicos: 1) una moneda única o, alternativamente, la convertibilidad total a cambios fijos e inmutables de las monedas europeas; 2) creación de un Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) para la gestión de las reservas a nivel comunitario, centralizando asimismo la política monetaria, y 3) transferencia de las competencias necesarias al nivel comunitario. En marzo de 1971, en la conferencia de Hamburgo, se aprobó una resolución que planteaba el Plan Werner en dos etapas. La primera, de 1971 a 1974, trataría de reforzar la coordinación de políticas económicas, la libre circulación de capitales y el estrechamiento de los márgenes de fluctuación de las monedas. En la segunda etapa, de 1974 a 1980, se llegaría a la plena unión monetaria.

No pudo ser. El sistema monetario internacional se desmoronó antes de que los planes comunitarios pudieran cuajar. En abril de 1971, el presidente Nixon anunció la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro (convertibilidad a la que únicamente podían acceder los bancos centrales), ante la presión insostenible que sufría la divisa americana. En diciembre del mismo año, por los acuerdos adoptados en el Instituto Smithsonian de Washington, se decidió devaluar el dólar y ampliar la fluctuación admitida de las monedas respecto al dólar hasta el $\pm 2,25\%$ desde el $\pm 1\%$ anterior. Esto significaba que entre dos monedas comunitarias la fluctuación mutua podía alejarse hasta un 4,5% y, bajo circunstancias extremas, podía alcanzar el 9%.

Desde este lado del Atlántico, se juzgó que una banda tan amplia ponía en peligro la estabilidad del mercado común y se dispuso la creación de un mecanismo que estrechara los márgenes de fluctuación.

La “serpiente” de los años setenta

El 10 de abril de 1972 se celebró el Acuerdo de Basilea, por el cual las monedas europeas limitarían su fluctuación mutua máxima al 2,25%. Se trataba de un convenio entre los bancos centrales de los Estados miembros, es decir, no tenía rango de decisión comunitaria. Pronto se le conoció como la *serpiente monetaria*, por el rastro sinuoso –con relación al dólar– que la constelación de monedas comunitarias dejaba a lo largo del tiempo. Se pretendía que el Acuerdo de Basilea fuera una primera aplicación del Plan Werner. Incluso en abril de 1973 se creó el FECOM para coordinar la aplicación del Acuerdo. Pero la inestabilidad monetaria internacional era demasiado violenta, y ya en febrero de 1973 se produjo la segunda devaluación del dólar y las monedas abandonaron en la práctica el sistema de paridades fijas, entrando en una flotación generalizada.

Para agravar la situación, la crisis que provocó la cuadruplicación del precio del barril de petróleo encontró respuestas dispares de política económica entre los distintos Estados comunitarios, provocando una tendencia a la divergencia en unas economías insuficientemente integradas. La *serpiente*, víctima de esta situación, no funcionó adecuadamente; monedas fundamentales como el franco francés, la libra esterlina o la lira italiana no pudieron mantener su permanencia en la misma. A finales de los años setenta se había quedado reducida a un *zona marco*, es decir, formada únicamente por el marco alemán y las monedas más vinculadas al mismo: las del Benelux y la corona danesa.

La *serpiente* había fracasado, pero la necesidad que la había generado seguía plenamente vigente. La cada vez mayor necesidad de garantizar la estabilidad entre las monedas comunitarias hizo que a finales de los setenta se relanzara el objetivo de la unión monetaria. Se consideró que dicho fracaso fue

producto, además de la complicada situación internacional, de las deficiencias técnicas de su diseño y de la escasa coordinación de las políticas nacionales. El Consejo Europeo, liderado por el tándem Giscard D'Estaing - Helmut Schmidt impulsó un nuevo paso adelante y el resultado fue el actual Sistema Monetario Europeo (SME), que empezó a funcionar el 13 de marzo de 1979.

2.2. El Sistema Monetario Europeo

Con relación a la *serpiente*, el SME creaba el ecu, unidad monetaria europea, definida como cesta de las monedas participantes; ampliaba el margen de fluctuación de las monedas; instauraba un indicador de divergencia, que permitía identificar la situación individual de cada moneda; y ampliaba los mecanismos de apoyo financiero. Hay que señalar que estas disposiciones se consideraba que correspondían a la primera fase del SME. En una segunda fase, pronto totalmente olvidada, se pretendía avanzar decididamente hacia la unión monetaria.

Cuadro 2.1

COMPOSICIÓN DE LA CESTA DEL ECU

Unidades de moneda nacional en un ecu

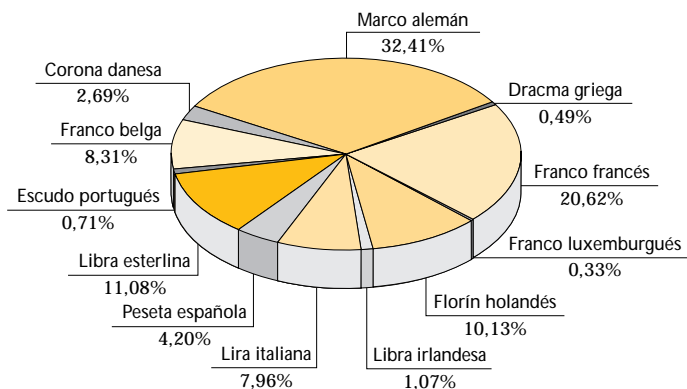
	3-03-79	17-09-84	21-09-89
Marco alemán	0,828	0,719	0,6242
Franco francés	1,15	1,31	1,332
Florín holandés	0,286	0,256	0,2198
Franco belga	3,66	3,71	3,301
Franco luxemburgués	0,14	0,14	0,13
Lira italiana	109	140	151,8
Corona danesa	0,217	0,219	0,1976
Libra irlandesa	0,00759	0,00871	0,008552
Libra esterlina	0,0885	0,0878	0,08784
Dracma griega		1,15	1,44
Peseta española			6,885
Escudo portugués			1,393

Fuente: Eurostat.

Gráfico 2.1

PONDERACIÓN DE LAS MONEDAS EN EL ECU

A cambios bilaterales del 25-11-96



Fuente: Eurostat.

El núcleo básico del SME es el *mecanismo de cambios e intervención* (MCI). Por el mismo, los bancos centrales se comprometen a intervenir ilimitadamente en sus respectivos mercados de cambio para impedir que los cambios bilaterales superen las bandas establecidas. La anchura normal de las bandas era del 4,5% (2,25% por arriba o por abajo de la paridad bilateral declarada), aunque se admitía una banda del 12% ($\pm 6\%$) para las monedas con dificultades o que se encontraran en período de adaptación. Normalmente no debía llegarse al límite de la banda. Las autoridades responsables de la moneda culpable de la desviación, identificada gracias al *indicador de divergencia*, debían actuar con antelación para evitar tensiones⁽¹⁾ y, llegado el caso, debían aceptar una modificación de paridades. Los mecanismos financieros proporcionaban el respaldo necesario a los bancos centrales o a las autoridades monetarias en los momentos críticos.

(1) El SME no es muy preciso en este punto. Únicamente señala que cuando el *indicador de divergencia* de una moneda supera un cierto nivel (el *umbral de divergencia*), se *presume* que las autoridades monetarias afectadas actuarán para corregir la situación a través de: 1) intervenciones diversificadas en los mercados de cambios; 2) medidas de política monetaria; 3) modificación de paridades; 4) otras medidas de política económica.

En sus primeros años, el SME funcionó razonablemente bien como un sistema de cambios fijos pero ajustables, logrando consolidar una zona de relativa estabilidad monetaria frente a las fuertes oscilaciones del dólar. El MCI arrancó con las monedas de los seis países fundadores de las comunidades europeas junto con la libra irlandesa y la corona danesa. La lira adoptó la banda del $\pm 6\%$, en razón de la menor estabilidad de la economía italiana, mientras que el resto adoptaron las bandas estrechas. La peseta se adhirió en junio de 1989, mientras que la libra esterlina lo hizo en octubre de 1990 y el escudo portugués en abril de 1992.

Cuadro 2.2

**REALINEAMIENTOS DE LAS PARIDADES
EN EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO**

	Franco belga/ luxemburgués	Corona danesa	Marco alemán	Escudo portugués	Franco francés	Florín holandés	Libra irlandesa	Lira italiana	Peseta española	Libra esterlina
24-09-79	-	-3,00	+2,00	*	-	-	-	-	*	*
30-11-79	-	-5,00	-	*	-	-	-	-	*	*
23-03-81	-	-	-	*	-	-	-	-6,00	*	*
05-10-81	-	-	+5,50	*	-3,00	+5,50	-	-3,00	*	*
22-02-82	-8,50	-3,00	-	*	-	-	-	-	*	*
14-06-82	-	-	+4,25	*	-5,75	+4,25	-	-2,75	*	*
21-03-83	+1,50	+2,50	+5,50	*	-2,50	+3,50	-3,50	-2,50	*	*
22-07-85	+2,00	+2,00	+2,00	*	+2,00	+2,00	+2,00	-6,00	*	*
07-04-86	+1,00	+1,00	+3,00	*	-3,00	+3,00	-	-	*	*
04-08-86	-	-	-	*	-	-	-8,00	-	*	*
12-01-87	+2,00	-	+3,00	*	-	+3,00	-	-	*	*
08-01-90	-	-	-	*	-	-	-	-3,68	-	-
14-09-92	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50	+3,50	-3,50	+3,50	+3,50
17-09-92	-	-	-	-	-	-	-	*	-5,00	*
23-11-92	-	-	-	-6,00	-	-	-	*	-6,00	*
01-02-93	-	-	-	-	-	-	-10,00	*	-	*
14-05-93	-	-	-	-6,50	-	-	-	*	-8,00	*
06-03-95	-	-	-	-3,50	-	-	-	*	-7,00	*

Nota: (*) No participa en el mecanismo de cambios.

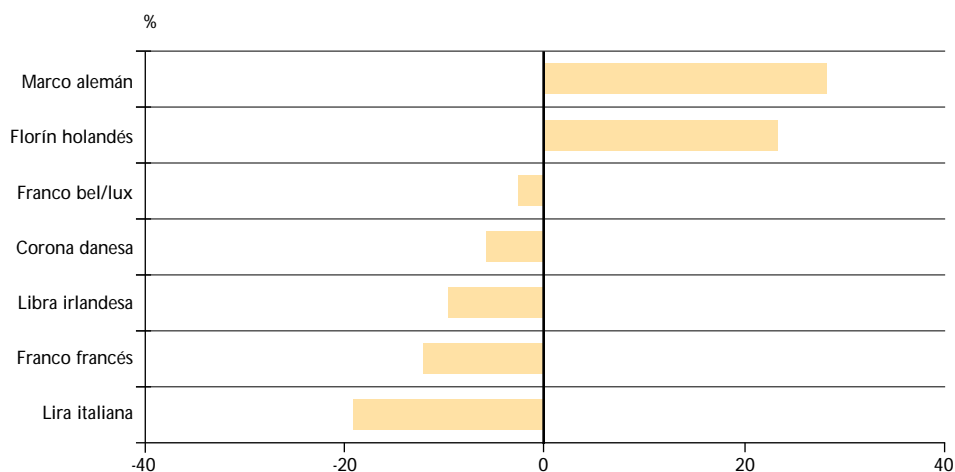
Fuente: Eurostat.

Con todo, los realineamientos de paridades fueron bastante frecuentes (11 entre 1979 y 1987), con una permanente tendencia del marco ale-

mán y las monedas de su órbita a apreciarse, frente a la tendencia contraria de la lira italiana y el franco francés. El marco alemán, precisamente, consolidó su posición de ancla del sistema y moneda dominante gracias a la potencia de la economía germana y a la política monetaria invariablemente ortodoxa del Bundesbank. En este sentido, el SME no funcionó como se esperaba, puesto que el marco alemán usurpó el papel de moneda europea que se reservaba al ecu en el diseño inicial. El ecu se convirtió en una simple unidad contable, con un uso práctico limitado a la compensación de posiciones de los distintos bancos centrales.

Gráfico 2.2

VARIACIÓN ACUMULADA DE LAS PARIDADES BILATERALES EN EL SME ENTRE 1979 Y 1987



Fuente: Ecustat y elaboración propia.

Paradójicamente, el ecu ha tenido un notable éxito en el mercado financiero, un campo no previsto por los acuerdos iniciales del SME. Impulsado en un principio por instituciones comunitarias como el Banco Europeo de Inversiones como instrumento de cobertura de riesgo de tipo de cambio, su uso como moneda de referencia en el mercado internacional de valores se extendió rápidamente, llegándose a situar por detrás del dólar y el yen en

1991 en términos de volumen de emisión de bonos. El ecu utilizado en las transacciones financieras privadas no tiene otra vinculación con el ecu oficial que la definición del mismo, es decir, la ponderación de la cesta de monedas que lo componen, de manera que la falta de cobertura institucional –mecanismos de pagos y compensación– le ha impedido convertirse en una auténtica moneda europea.

Cuadro 2.3

PRINCIPALES MONEDAS DE DENOMINACIÓN

Composición relativa en porcentaje

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>Emisiones internacionales de obligaciones</i>								
Dólar estadounidense	45,9	33,3	29,7	36,9	35,9	37,5	39,5	42,9
Yen japonés	8,7	13,5	12,6	11,2	9,6	13,3	12,6	8,8
Ecu	5,6	8,1	11,1	6,8	1,6	2,0	1,7	0,7
Libra esterlina	8,4	9,5	8,8	7,6	10,8	8,8	5,9	8,8
Dólar canadiense	4,6	2,7	7,2	4,7	6,4	3,6	0,7	1,0
Franco suizo	8,7	10,5	7,1	5,8	6,1	4,8	5,6	3,3
Marco alemán	7,5	8,3	7,1	10,4	11,8	7,8	15,5	14,0
Franco francés	2,4	4,3	6,1	7,5	8,7	7,0	2,8	6,4
Lira italiana	1,6	2,4	3,2	2,5	3,1	5,5	3,8	4,9
Franco luxemburgués	0,8	2,0	1,9	1,7	0,7	2,6	2,9	1,2
Dólar australiano	2,3	2,2	1,4	1,5	0,8	1,8	2,3	1,4
Florín holandés	1,1	0,6	1,1	2,0	2,6	3,0	3,2	2,9
Peseta española	1,0	0,7	1,0	0,5	0,8	0,5	0,9	1,3
Otras	1,4	1,9	1,7	0,9	1,1	1,8	2,6	2,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Préstamos sindicados internacionales</i>								
Dólar estadounidense	70,0	58,9	84,5	75,4	81,0	80,7	76,8	74,3
Ecu	4,9	8,7	3,9	15,0	6,4	3,9	3,8	0,2
Libra esterlina	11,3	17,5	4,2	1,9	2,2	8,6	11,7	12,6
Franco francés	0,7	1,9	1,6	1,5	4,8
Marco alemán	3,5	6,7	2,1	1,8	3,2	1,1	4,1	4,5
Yen japonés	5,3	1,7	1,1	1,4	0,7	0,2	0,2	0,2
Franco suizo	0,4	0,1	0,6	0,3	0,4	0,1	0,1	0,5
Otras	4,6	6,4	3,6	3,5	4,2	3,8	1,8	2,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: OCDE y elaboración propia.

Cuadro 2.4

MERCADOS FINANCIEROS EN ECUS

Saldos a final de período en miles de millones de ecus

	1992	1993	1994	1995	1996			
	III Trim.	III Trim.	III Trim.	III Trim.	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.
Bonos, de los cuales:	130,3	124,5	125,4	119,1	111,7	110,8	110,1	109,5
– Internacionales	86,3	78,2	69,1	62,5	55,7	53,6	51,8	50,1
– Nacionales	44,0	46,3	56,3	56,6	56,0	57,2	58,3	59,4
Letras del Tesoro (nacionales)	6,9	8,3	4,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Papel comercial y pagarés	8,6	6,5	6,4	8,2	9,3	8,8	9,0	9,9
Préstamos bancarios estimados	67,5	66,6	59,9	57,3	55,9	53,2	51,0	–
Tamaño de mercado estimado	193,3	185,9	176,4	168,1	160,4	156,3	153,6	–
Activos bancarios, de los cuales:	198,0	196,0	178,4	164,5	153,1	144,3	141,6	–
<i>Frente a agentes no bancarios</i>	61,6	61,0	55,6	52,6	50,0	48,4	46,5	–
Pasivos bancarios, de los cuales:	200,7	191,9	174,7	157,7	148,3	140,2	136,5	–
<i>Frente a agentes no bancarios</i>	34,9	30,9	27,1	23,1	24,6	22,6	21,0	–
Pro memoria:								
Tenencias de ecus privados de los bancos centrales	18,9	19,1	24,0	23,3	19,9	20,0	21,8	22,8
Negociación de títulos en ecus	1.473,6	333,6	402,0	479,6	474,1	422,9	392,5	418,5
<i>% sobre el total de negociación en todas las divisas</i>	13,3	6,1	6,9	7,4	5,3	4,8	4,1	4,3

Fuente: IME.

Otros elementos del Sistema tampoco han funcionado tal como preveía el diseño primitivo. Por ejemplo, el uso del indicador de divergencia fue prácticamente abandonado y la solidaridad de los distintos bancos centrales a la hora de intervenir ilimitadamente cuando los cambios de mercado alcanzasen los límites establecidos por las bandas de fluctuación se materializó en escasas ocasiones. En la práctica, las monedas débiles han debido afrontar

Gráfico 2.3

FLOTACIÓN DE LAS MONEDAS RESPECTO A LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO DEL FMI HASTA 1986

Base 1979 = 100



Fuente: OCDE y elaboración propia.

sus problemas en solitario. Por lo que se refiere a los mecanismos de apoyo financiero, su uso ha sido también muy limitado.

Todo ello no obsta para reconocer que en los años ochenta el SME, además de favorecer una cierta zona de estabilidad cambiaria, estimuló la coordinación de las políticas económicas y afianzó la cooperación entre bancos centrales, permitiendo una valiosa convergencia entre los distintos países en términos de inflación y de tipos de interés.

2.3. La consolidación del objetivo de la Unión Económica y Monetaria

Mientras tanto, a mediados de los ochenta, la coyuntura económica recobraba su pulso después de una larga etapa de práctico estancamiento. Ello facilitó la reactivación de los proyectos de integración, el más importante de los cuales era el del mercado interior, que debía llevar al Mercado Común a convertirse en 1992 en un auténtico mercado único con libre circulación de mercancías, servicios y factores productivos. En el Acta Única Europea, que como se ha indicado en el capítulo anterior debía dar soporte jurídico al plan del mercado interior, se apuntó una tímida perspectiva de unificación económica y monetaria y en ella se citaba explícitamente al SME y al ecu. Y de nuevo se retomó el antiguo proyecto de alcanzar una unión económica y monetaria, aprovechando el éxito del SME y apoyándose en el paso decisivo que para la unión económica representaba el mercado interior: libre circulación de capitales y espacio financiero europeo. Así, en 1988 se puso en marcha un comité presidido por el presidente de la Comisión, Jacques Delors, destinado a sentar las bases del proceso que culminaría en el Tratado de Maastricht.

El Informe Delors

El trabajo resultante, dado a conocer en abril de 1989 como Informe Delors, era en el fondo una puesta al día del Informe Werner, ya que el plan-

teamiento de base era muy similar. Establecía un horizonte –esta vez sin fecha fija– de fijación irreversible de tipos de cambio y de creación de una moneda única, con un banco central que gestionaría la política monetaria y una estrecha coordinación de las políticas económicas. Todo ello en un entorno definido por la unión económica que debía conseguirse gracias a la aplicación del Acta Única. Al igual que el Informe Werner, el Informe Delors postulaba una transición a la UEM por etapas, tres en este caso:

- 1ª El objetivo de la primera etapa sería alcanzar la máxima convergencia económica estrechando la coordinación de las políticas económica y monetaria. En el campo económico se trataría de completar el mercado interior (eliminación de las barreras físicas, técnicas y fiscales), aumentar los recursos de los fondos estructurales y reforzar los mecanismos de coordinación de las políticas económicas. En el ámbito monetario se debería alcanzar un espacio financiero europeo (libre circulación de capitales y de servicios financieros), incluir todas las monedas en el mecanismo de cambios del SME y redefinir las funciones del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales. Se establece la fecha del 1 de julio de 1990 para iniciar esta etapa y se sugiere que antes de pasar a la segunda etapa se revise el Tratado de Roma a fin de disponer de la adecuada base jurídica para la reforma.
- 2ª Una vez aprobado el nuevo Tratado, la segunda etapa serviría para preparar la estructura y los organismos básicos de la UEM, revisando las instituciones existentes y creando las necesarias. En lo que se refiere al ámbito económico, el Parlamento, el Consejo de Ministros, el Comité Monetario y la Comisión reforzarían su acción en el campo del mercado único, en la política de competencia, en las políticas regionales y estructurales, y especialmente en la política macroeconómica. En el campo monetario se crearía el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que recogiendo las competencias de diversos comités y subcomités, empezaría a preparar el paso a una futura política monetaria única y emitiría orientaciones generales de política monetaria destinadas a las autoridades nacionales. El SEBC utilizaría parte de las reservas de los bancos centrales nacionales

para efectuar intervenciones en los mercados de cambios e incluso ejercería funciones reguladoras en el ámbito monetario y bancario. En esta etapa, los márgenes de fluctuación de las monedas en el mecanismo de cambios del SME se irían estrechando, reduciéndose a cero en el momento de pasar a la tercera etapa.

3ª La tercera y definitiva etapa empezaría con la decisión de fijar de forma irrevocable los tipos de cambio y la atribución a la Comunidad de las competencias económicas y monetarias precisas. En esta etapa, asimismo, las monedas nacionales serían sustituidas por la moneda común. En el tránsito a esta etapa, la Comunidad se arrogaría importantes competencias en el ámbito de los presupuestos nacionales, los recursos presupuestarios, las políticas estructurales o la representación común en los acuerdos o negociaciones monetarias internacionales. El SEBC se arrogaría las competencias sobre política monetaria, las intervenciones en los mercados de cambios (de acuerdo con la política de tipo de cambio comunitaria), la gestión de las reservas de divisas y los preparativos para el paso a la moneda única.

El Consejo Europeo celebrado en Madrid en junio de 1989 fue el primero que se realizó bajo presidencia española, tres años y medio después de la firma del Tratado de Adhesión de España a las Comunidades Europeas. El Gobierno anfitrión mostró su pleno apoyo al proceso de unión monetaria, inscribiendo a la peseta en el mecanismo de cambios del SME (antes, incluso, de que la divisa española entrara a formar parte de la cesta del ecu) y dando prioridad a este asunto en su agenda de trabajo. Así, en dicho Consejo se tomaron tres decisiones trascendentales: aceptar el Informe Delors; iniciar la primera fase definida en dicho Informe en la fecha establecida, es decir, el 1 de julio de 1990; y convocar una conferencia intergubernamental para reformar los tratados a fin de concretar las etapas posteriores.

El avance en la definición de la futura UEM se vió facilitado por la estabilidad de la que daba muestras el mecanismo de cambios del SME. A la incorporación de la peseta en junio de 1989 le siguió la de la libra esterlina

en 1990 (ambas monedas con la banda del $\pm 6\%$), mientras que la lira italiana estrechaba su margen de fluctuación hasta el $\pm 2,25\%$. En contraste con la tranquilidad monetaria, la situación política europea atravesaba una de las transformaciones más extraordinarias de su historia, con el desplome de los regímenes comunistas del Este, la caída del muro de Berlín y la reunificación de las dos Alemanias en 1990. Y, como telón de fondo, el conflicto del Golfo iniciado en agosto de 1990 con la invasión de Kuwait por parte de Irak y la posterior guerra en enero de 1991 entre los iraquíes y las fuerzas aliadas.

La construcción de la UEM, en cualquier caso, siguió su curso hasta llegar al Consejo Europeo de diciembre de 1991, que tuvo lugar en la pequeña localidad holandesa de Maastricht. Casi un año después de haberse iniciado la conferencia intergubernamental para la reforma de los tratados fundacionales (en realidad, fueron dos conferencias: una para la UEM y otra para reforzar la unión política), la máxima instancia decisoria comunitaria dio luz verde al Tratado de la Unión Europea (TUE). En el mismo, se ratifica el proceso iniciado a partir del Informe Delors, modificando y matizando algunos aspectos, producto de las intensas discusiones y negociaciones del año y medio anterior. La construcción de la UEM se vertebra sobre dos ejes: una transición por etapas que desemboque en una moneda única y una estrecha coordinación de las políticas económicas.

Las etapas de la UEM, según Maastricht

El TUE parte de la base de que la Comunidad se halla en la *primera fase* de las tres definidas para acceder a la moneda única. Se establece que en esta fase se eliminarán todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros y entre éstos y países terceros. Hay que notar que se abandona la pretensión del Informe Delors de que en esta fase todas las monedas comunitarias formaran parte ya del mecanismo de cambios.

LAS FASES DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

PRIMERA

Inicio: 1 de julio de 1990

Objetivos: Concluir el gran mercado interior
Libre circulación de capitales
Convergencia económica

SEGUNDA

Inicio: 1 de enero de 1994

Objetivos: Garantizar la independencia del banco central
Prohibir la financiación privilegiada del sector público
Control del déficit público
Coordinación de las políticas económicas
Cumplir los criterios de convergencia

Instituciones: Instituto Monetario Europeo, que reemplaza al FECOM y al Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros y tiene como misión principal preparar el paso a la tercera fase

TERCERA

Inicio: No más tarde del 1 de enero de 1999

Objetivos: Implantar la moneda única
Política monetaria y cambiaria única
Estrecha convergencia de las políticas económicas

Instituciones: Sistema Europeo de Bancos Centrales, formado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales. Desaparece el Instituto Monetario Europeo
El Comité Económico y Financiero sustituye al Comité Monetario

El TUE establece que la *segunda fase* de la UEM debe empezar el 1 de enero de 1994. A partir de tal fecha, se prohibirá la concesión de cualquier tipo de préstamo a las administraciones públicas por parte de los bancos centrales, así como cualquier tipo de acceso privilegiado al crédito por parte de los organismos públicos. Además, se establece el principio del *no bail out*, es decir, que ni la Comunidad ni el resto de Estados miembros son responsables subsidiarios de los compromisos financieros de gobiernos o cualquier otro tipo de administración pública de otro Estado miembro. Los Estados miembros, por su parte, procurarán evitar déficit públicos excesivos. Para reforzar la ortodoxia de la financiación pública y de la política económica se fija que a lo largo de esta fase los bancos centrales adquieran un estatuto que garantice su independencia respecto al Gobierno. En cuanto a los tipos de cambio, no se va más allá de establecer que cada miembro considerará la política de tipo de cambio como una materia de interés común.

En el ámbito institucional, al inicio de esta segunda fase debe crearse un Instituto Monetario Europeo (IME), que asume las funciones del FECOM y se constituye como el embrión del futuro Banco Central Europeo (BCE), cuya creación se deja para la fase siguiente, a diferencia de lo recomendado por el Informe Delors. La misión del IME consiste en desarrollar los preparativos necesarios para instaurar el SEBC, la gestión de la política monetaria única y la creación de la moneda única durante la tercera fase de la UEM, incluida la preparación de los billetes de banco. Además, el IME tiene el encargo de reforzar la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de las políticas monetarias nacionales.

La *tercera* y definitiva *fase* empezaría con la fijación irrevocable de los tipos de conversión entre las distintas monedas que participen en la UEM, y entre éstas y el ecu o moneda única. A partir de ahí, el Consejo velaría por la rápida introducción de la moneda común, definiéndose y aplicándose una política monetaria y de tipos de cambio única cuyo objetivo primordial será la estabilidad de precios y el respaldo a la política económica

general de la Comunidad. Se crearía el Banco Central Europeo, en sustitución del IME, el Sistema Europeo de Bancos Centrales y un Comité Económico y Financiero, en sustitución del Comité Monetario.

Todos los Estados, en principio, quedarían incluidos en la tercera fase en el momento en que ésta diese comienzo. Pero si uno o más Estados no se hallasen en condiciones de participar en la moneda única, se entendería que son *Estados miembros acogidos a una excepción*, que en la práctica significaría mantener la situación de la segunda fase, no pudiendo participar en las instituciones de la tercera fase, como el BCE. En el momento en que cumpliesen los requisitos, se eliminaría la excepción. Este esquema no se aplicaría al Reino Unido ni a Dinamarca, que consiguieron una cláusula de excepción (*opting out*) por la cual no están obligados ni comprometidos a pasar a la tercera fase de la UEM sin una decisión específica tomada por las respectivas instancias nacionales. Dinamarca, de hecho, ya ha tomado una decisión en este sentido y por el momento no participará en la tercera fase.

Para acceder a la tercera fase es condición indispensable, además de haber cumplido las obligaciones de la segunda, satisfacer los *criterios de convergencia*: estabilidad de precios, finanzas públicas sostenibles, moneda estable y unos tipos de interés a largo plazo que expresen la convergencia del Estado miembro (ver recuadro adjunto).

La fecha de inicio de esta fase debe decidirla el Consejo, reunido en su formación de jefes de Estado o de Gobierno. El TUE prevé que a más tardar el 31 de diciembre de 1996 el Consejo debe reunirse y puede adoptar dicha decisión si lo cree conveniente, pero en este caso establece la condición de que una mayoría de Estados miembros cumpla las condiciones de convergencia. En la mente de los redactores del Tratado se anticipaba que esta disposición permitiría iniciar la tercera fase en 1997. En caso de que no se cumpliera la condición descrita, la decisión de inicio de la tercera fase puede tomarse a lo largo de 1997 sea cual sea el número de Estados que

CRITERIOS DE CONVERGENCIA PARA ACCEDER A LA MONEDA ÚNICA

1) Estabilidad de precios

La tasa media de inflación durante el año anterior al examen, medida por el índice de precios de consumo –sobre una base comparativa, es decir, teniendo en cuenta las diferencias entre las definiciones nacionales– no excederá en más de 1,5% la de los tres, como máximo, Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios.

2) Finanzas públicas sostenibles

El déficit del presupuesto público no superará el 3% del producto interior bruto (PIB), a menos que dicha proporción haya descendido sustancial y continuamente y haya llegado a un nivel que se aproxime al valor de referencia; o que dicho valor se sobrepase sólo excepcional y temporalmente, y la proporción se mantenga cercana al valor de referencia. Se tendrá en cuenta también si el déficit público supera los gastos de inversión, así como la situación económica y presupuestaria a medio plazo.

La deuda pública no rebasará el equivalente al 60% del PIB, a menos que la proporción disminuya suficientemente y se aproxime a un ritmo satisfactorio al valor de referencia.

3) Participación en el mecanismo de tipo de cambio del Sistema Monetario Europeo

Durante los dos años anteriores al examen, la moneda habrá observado sin tensiones graves los márgenes normales de fluctuación dispuestos por el mecanismo de tipo de cambio del SME. En particular, no habrá sufrido devaluación alguna, por iniciativa propia, del tipo central bilateral frente al de ningún otro Estado miembro.

4) Tipos de interés

Durante el año anterior al examen, el tipo medio de interés nominal a largo plazo no excederá en más de un 2% el de los tres, como máximo, Estados miembros con mayor estabilidad de precios. Los tipos de interés se medirán con referencia a los bonos del Estado a largo plazo u otros valores comparables, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales.

cumplan las condiciones de convergencia. Si el Consejo no establece fecha alguna antes de finales de 1997, la tercera fase dará inicio el 1 de enero de 1999. Para ello, a más tardar el 1 de julio de 1998, el Consejo decidirá qué Estados miembros participan en la misma.

La estrecha coordinación de las políticas económicas, complemento indispensable de la Unión Monetaria

El TUE deja claro desde un principio que la coordinación de las políticas económicas es un elemento fundamental, no sólo para la UEM sino también para el mercado interior y para el progreso y el desarrollo económico comunitario en general. Además de poner en común las políticas monetaria y cambiaria (especialmente en la tercera fase), el Tratado establece mecanismos coactivos para forzar a un Estado miembro a reconducir adecuadamente su política presupuestaria.

Según las disposiciones relativas a la *supervisión multilateral*, el Consejo⁽¹⁾ debe examinar la evolución económica de cada uno de los Estados miembros, así como la coherencia de las políticas económicas con las orientaciones generales definidas por el Consejo Europeo.⁽²⁾ Desde el 1 de enero de 1994, cuando dio comienzo la segunda fase de la UEM, el Consejo de ministros de Economía y Finanzas adopta, en primavera, las orientaciones generales de política económica, que fijan objetivos comunes en términos de inflación, finanzas públicas, estabilidad de los precios y empleo. Asimismo, el Consejo debate la política económica de los Estados miembros, basándose en los programas nacionales de convergencia (en los que cada país decide una estrategia pluri-anual para alcanzar los criterios lo antes posible) y en el informe de la Comisión sobre el grado de convergencia alcanzado. Finalmente decide qué países adolecen de un déficit excesivo y recomienda a cada uno de dichos Estados, de forma confidencial, las medidas a adoptar para subsanar la situación.

(1) Por Consejo se entiende, en este caso, la reunión de los ministros de Economía y Finanzas, conocido por ECOFIN en la jerga comunitaria.

(2) El Consejo Europeo es la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno de la Unión Europea, junto con el presidente de la Comisión, cumbre que se produce dos veces al año, en junio y en diciembre, y es el máximo órgano político de la Unión.

Si la política nacional se aleja de las orientaciones del Consejo o supone un riesgo para el correcto funcionamiento de la UEM, el Consejo puede formular directamente al Estado en cuestión las recomendaciones pertinentes, que pueden ser hechas públicas o no. Hacer públicas dichas recomendaciones constituye un procedimiento de carácter coactivo que trata de corregir las desviaciones en la política económica de un Estado en concreto por el método de ponerle en evidencia ante los demás y ante los mercados financieros.

El *procedimiento aplicable en caso de déficit público excesivo*, que se aplicaría plenamente en la tercera fase de la UEM, tiene un carácter más contundente. Ante la imposibilidad de unificar las políticas fiscales y presupuestarias de los Estados miembros, lo que constituiría el complemento adecuado a la UEM, el TUE establece criterios estrictos para evitar los desequilibrios graves en las cuentas públicas. Se encarga a la Comisión la supervisión de la observancia de la disciplina presupuestaria de los Estados miembros. Las alertas se encienden cuando un país incumple los parámetros definidos en el criterio de convergencia correspondiente: déficit superior al 3% del producto interior bruto (PIB) o deuda por encima del 60% del PIB. De no corregirse la situación, el Consejo puede llegar a imponer importantes sanciones al Estado en cuestión. El procedimiento, sin embargo, no se aplica si las desviaciones han descendido sustancial y continuamente, aproximándose al valor de referencia, o si dicho valor se sobrepasa sólo excepcional y temporalmente; también se tendrá en cuenta si el déficit público supera los gastos de inversión.

PROCEDIMIENTO APLICABLE EN CASO DE DÉFICIT PÚBLICO EXCESIVO

- 1) La Comisión supervisa la situación presupuestaria de los Estados miembros.*
- 2) a) Si el déficit del sector público sobrepasa el 3% del PIB (a menos que la proporción haya bajado sustancial y continuamente y llegando a un*

nivel próximo al valor de referencia; o que el 3% se sobrepase sólo excepcional o temporalmente y que la proporción se mantenga cercana al valor de referencia), o bien

b) Si la deuda pública es superior al 60% del PIB (a menos que la proporción disminuya suficientemente y se aproxime a un ritmo satisfactorio al valor de referencia).

3) Entonces la Comisión elaborará un informe, sobre el cual el Comité Monetario emitirá un dictamen. La Comisión tendrá en cuenta si el déficit supera los gastos de inversión, así como la situación económica y presupuestaria a medio plazo del Estado en cuestión. Con todos estos elementos, formulará una recomendación al Consejo.

4) El Consejo, habiendo oído las observaciones del Estado en cuestión, puede decidir si existe un déficit excesivo. El Consejo dirigirá al Estado recomendaciones para solventar la situación en un plazo determinado, recomendaciones que en principio no se harán públicas.

5) Si las recomendaciones no son seguidas, el Consejo puede hacerlas públicas y formular una advertencia exigiendo su cumplimiento sobre un calendario específico.

6) Si aun así el Estado incumple dichas decisiones el Consejo puede:

a) Exigir a dicho Estado que publique una información adicional a la hora de emitir obligaciones y valores.

b) Recomendar al Banco Europeo de Inversiones que reconsidere su política de préstamos al Estado en cuestión.

c) Exigir un depósito sin interés por un importe adecuado hasta que se solvante el déficit excesivo.

d) Imponer una multa.

La cohesión en el marco de la UEM

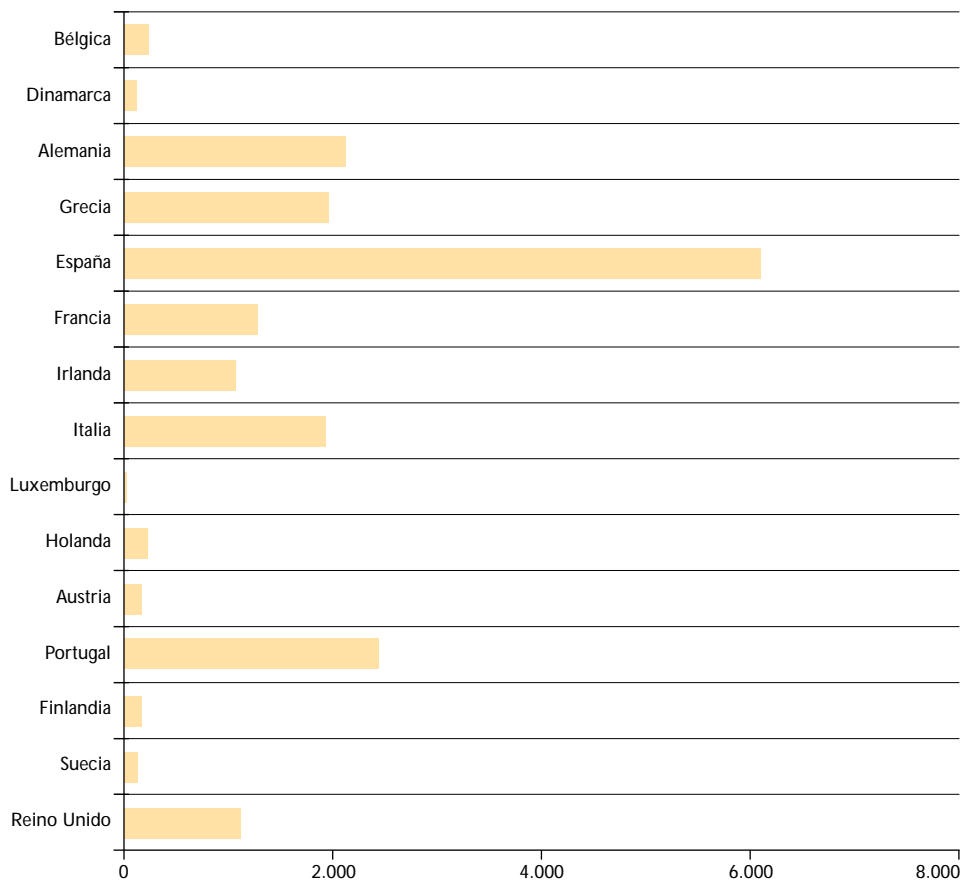
Cuando a principios de los años ochenta se empezó a gestar el gran mercado interior se temió que la libre circulación de factores productivos pudiera acarrear una profundización de los desequilibrios territoriales ya existentes en el interior de la Comunidad. El mercado único presentaba el riesgo de que las regiones más prósperas atrajeran en mayor medida tanto el flujo de inversiones comunitarias como a los trabajadores más cualificados, debido al proceso de concentración de la actividad que frecuentemente se constata dentro de procesos similares. Ello significaría, por tanto, una descapitalización física y humana de las regiones menos desarrolladas que solamente podía ser evitada por un esfuerzo por parte de los poderes públicos para mejorar la competitividad de las mismas. Se trata de una conclusión discutible, puesto que existen evidencias contradictorias, tanto en el sentido de que la inversión pública no sirve para lograr el desarrollo de las zonas subdesarrolladas como por la constatación de regiones que han logrado superar sus crisis gracias a la iniciativa y al esfuerzo autóctono.

En cualquier caso, acabó predominando la filosofía de la solidaridad, y de ahí surgió la idea de la *cohesión económica y social*, concepto que se introdujo explícitamente en el Acta Única. Se trataba de desarrollar una política que tuviera como objetivo reducir las diferencias entre las regiones, y para ello se reorganizaron las distintas iniciativas existentes hasta entonces y se reorientó, en la medida de lo posible, el presupuesto comunitario para reforzar los fondos destinados a este fin. En concreto, el Acta Única instituyó el Fondo Europeo de Desarrollo Regional, creado en 1975 que, unido al Fondo Social Europeo, establecido por el Tratado de Roma y a las actuaciones estructurales del Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola, constituyeron los tres grandes vértices institucionales sobre los que se instrumentó desde entonces la actuación comunitaria. Una actuación definida por cinco objetivos prioritarios: 1) el desarrollo de las regiones menos desarrolladas, 2) la reconversión de regiones o zonas afectadas por el declive industrial, 3) paliar el desempleo de larga duración, 4) favorecer la inserción

profesional de los jóvenes, y 5) fomentar el desarrollo y la adaptación estructural de las zonas agrarias.

Gráfico 2.4

**INGRESOS PROCEDENTES DEL PRESUPUESTO COMUNITARIO
EN CONCEPTO DE ACCIONES ESTRUCTURALES EN 1995**
Millones de ecus



Fuente: Tribunal de Cuentas y elaboración propia.

El Tratado de la Unión Europea retomó este planteamiento, debido a que si la moneda única representaba un paso decisivo hacia la culminación

del mercado interior, ello podía reforzar la tendencia a la concentración de la actividad y al desequilibrio regional. Por ello, establece el objetivo de reducir las diferencias entre los niveles de desarrollo de las diversas regiones y el retraso de las zonas menos favorecidas, incluidas las zonas rurales. Asimismo, reafirma el papel de los fondos estructurales antes citados, involucrando en la política de cohesión de forma explícita al Banco Europeo de Inversiones, al Comité Económico y Social y al Comité de la Regiones, un nuevo órgano creado por el propio Tratado. Finalmente, crea un nuevo fondo estructural, el Fondo de Cohesión. Esta institución, puesta en marcha en la cumbre de Edimburgo de diciembre de 1992, está destinada a financiar proyectos de infraestructuras (transporte y energía) y proyectos en los sectores medioambientales. El acceso al Fondo de Cohesión está limitado a los Estados cuyo PIB sea inferior al 90% de la media comunitaria (únicamente entran en esta definición España, Portugal, Irlanda y Grecia) y está condicionado al cumplimiento de las condiciones de convergencia, y en concreto a la no existencia de déficit públicos excesivos.

El Tratado, pues, vincula convergencia y cohesión, dos cuestiones muy distintas en la teoría económica pero estrechamente relacionadas en la práctica política comunitaria. El reforzamiento de los fondos estructurales fue una contrapartida a los países que sobre el papel podían salir más perjudicados con la constitución de una UEM, como es el caso de España. La convergencia *nominal*, exigida por el Tratado e inevitable por la mayor coordinación de las políticas económicas, puede ir en contra de la convergencia *real*, entendida ésta como la diferencia entre rentas per cápita, paro, dotación infraestructural, etc. En la medida en que se limita la autonomía del gasto público nacional, por los condicionantes que impone la disciplina presupuestaria establecida en el Tratado, los Estados y regiones menos desarrolladas pueden ver amputada una vía hacia el desarrollo y hacia el estrechamiento de las diferencias respecto a los vecinos ricos. Se explica por tanto la reafirmación de la política de cohesión económica y social, a la que se añaden nuevos instrumentos y a la que el presupuesto comunitario trata de apoyar canalizando hacia la misma cada vez mayores recursos.

Cuadro 2.5

INDICADORES DE CONVERGENCIA REAL

	PIB por hab., en paridades del poder adquisitivo (1995)	Tasa de paro (1995)		Prestaciones sociales por persona en ppa (1992)	Retribución bruta por hora en la industria (ecus, 1993)	Automóviles particulares por 1.000 hab. (1991)
		Total	Menores 25 a.			
Bélgica	113	9,9	24,4	107	9,42	401
Dinamarca	115	7,1	10,1	118	13,72	311
Alemania	110	8,2	8,8	126	12,60	399
Grecia	63	9,1	27,9	33	3,80	173
España	77	22,9	42,4	62	6,27	321
Francia	107	11,5	27,0	116	7,51	419
Irlanda	90	14,4	21,8	57	7,67	242
Italia	103	11,8	33,2	100	6,99	520
Luxemburgo	165	2,9	7,1	146	10,00	537
Países Bajos	104	7,3	12,5	124	10,08	374
Portugal	60	7,3	16,6	40	2,23	310
Reino Unido	99	8,8	15,9	97	8,07	379
Austria	113	3,8	5,6	117	9,81	416
Finlandia	93	17,2	29,9	118	7,98	382
Suecia	98	9,2	19,4	152	8,86	419
UE	100	10,7	21,4	100	–	397

Fuentes: Eurostat, Tribunal de Cuentas y elaboración propia.

2.4. De Maastricht a Dublín

El TUE, como se ha señalado, se aprobó en diciembre de 1991 y fue firmado solemnemente el 7 de febrero de 1992 con el propósito de que entrara en vigor el 1 de enero de 1993. Para ello debía ser ratificado previamente por las respectivas instancias políticas de cada país. En determinados países, un tratado de este tipo debe ser sometido a referéndum popular para ser adoptado.

Si el contexto económico en el cual había transcurrido la negociación y aprobación del TUE se caracterizó por el crecimiento económico y la estabilidad monetaria, el panorama cambió por completo en 1992. El ciclo

de crecimiento de la economía europea se estaba ya agotando a principios de los noventa, mientras que Estados Unidos, el Reino Unido y otras economías del ámbito anglosajón se hallaban inmersas en una recesión. Pero lo más importante era que la estabilidad que el SME había disfrutado desde 1987 pronto se haría evidente que no respondía a la convergencia de las distintas economías y que se había forzado artificialmente. De ser un instrumento de coordinación monetaria, el SME se había convertido en un dispositivo para dar cobertura a la unión monetaria. Pero la realidad acabó imponiéndose.

El factor desestabilizador fue, sin duda, la unificación alemana. A partir de 1990, la demanda interior alemana experimentó un intenso crecimiento, tanto por las oportunidades de inversión que presentaba el territorio oriental como por el flujo de transferencias públicas del oeste al este para construir infraestructuras, y en forma de prestaciones sociales, subvenciones a empresas, etc. Además, la conversión directa a *deutschemark* de los depósitos bancarios en marcos orientales de los residentes en la antigua República Democrática alentó el consumo privado. Todas estas circunstancias dieron como resultado, inevitablemente, un intenso crecimiento económico, pero también una mayor inflación y un importante desequilibrio presupuestario. El Bundesbank, banco central alemán, fiel a su tradición ortodoxa, reaccionó elevando los tipos de interés, lo que contribuyó a fortalecer el tipo de cambio del marco alemán.

Al mismo tiempo, el resto de economías sujetas al mecanismo de cambios del SME (Francia, Reino Unido, Italia, etc.) se hallaban en una posición coyuntural muy distinta, con unos ritmos de crecimiento cada vez menores. La receta de política económica adecuada era disminuir los tipos de interés. Pero su estrecha vinculación con el marco, vía mecanismo de cambios, impedía desconectarse de la política monetaria alemana a menos que se aceptara la devaluación, algo que se consideraba un desprestigio nacional. Tampoco los alemanes estaban dispuestos a asumir una revaluación formal del marco. Esta contradicción tan manifiesta se mantuvo por

razones exclusivamente políticas, por la mala imagen que hubiera supuesto un realineamiento de paridades en el momento en que se estaba decidiendo la unificación monetaria. Los mercados financieros, por su parte, veían factible el proceso definido en el Tratado y aparentemente contaban que en el futuro la unión monetaria sería una realidad.

Todo se vino abajo a partir de mediados de 1992. A principios de junio de dicho año se celebró en Dinamarca el referéndum que debía dar luz verde al TUE. Y ganó el *no*. Y si uno solo de los firmantes del TUE no lo aprobaba, el Tratado no podía entrar en vigor. Debía reiniciarse la negociación, fuera para excluir al o a los Estados disidentes, fuera para modificar el contenido; un proceso políticamente demasiado costoso para ser factible. En agosto, el Bundesbank apretó de nuevo la tuerca de la política monetaria y subió sus tipos hasta un máximo histórico. De pronto, se hicieron patentes dos cosas: por un lado, la contradicción entre la política monetaria del SME y la situación de sus miembros con la excepción de Alemania; por otro, el hecho de que el TUE podía no entrar en vigor.

Diluvio monetario

Ante estas circunstancias, los mercados financieros revisaron sus escenarios de futuro. La posibilidad de fracaso de la UEM obligaba a recomponer las estrategias de inversión y de riesgo. Si la expectativa de una futura moneda única venía a poner a todas las monedas comunitarias en el mismo cesto, el desvanecimiento de la unión monetaria obligaba a evaluar el riesgo individual de cada moneda en función de los méritos de su economía o de su historia pasada. Ello suponía, lógicamente, abandonar posiciones en las monedas tradicionalmente menos solventes (libra esterlina, lira italiana, peseta, franco francés) y concentrarse en las monedas fuertes (marco alemán, florín holandés, franco belga). El proceso se desató súbitamente, facilitado por la extraordinaria movilidad de capitales y en un entorno de total ausencia de trabas a su circulación (España acababa de eliminar los últimos controles de cambio en febrero de 1992).

CRONOLOGÍA DE LA CRISIS DEL SME

1992

- 2 junio. *Dinamarca rechaza en referéndum el Tratado de la Unión Europea.*
- 3 junio. *Francia anuncia un referéndum sobre el TUE para el 20 de septiembre.*
- 2 julio. *La Reserva Federal de EE.UU. sitúa la tasa de descuento en el 3%, el nivel más bajo desde 1963.*
- 16 julio. *El Bundesbank, banco central alemán, eleva el tipo de descuento desde el 8% hasta el 8,75%, máximo histórico.*
- 20 agosto. *El dólar cae hasta un mínimo histórico frente al marco.*
- 14 septiembre. *La lira italiana se devalúa un 7%.*
- 17 septiembre. *La libra esterlina y la lira italiana abandonan el mecanismo de cambios del SME, mientras que la peseta se devalúa un 5%.*
- 20 septiembre. *El referéndum francés aprueba el TUE por escasa mayoría.*
- 23 noviembre. *Segunda devaluación de la peseta, en un 6%. El escudo portugués sigue la misma suerte.*

1993

- 28 enero. *El banco central irlandés eleva su tipo de interés al 100%.*
- 1 febrero. *El banco central danés eleva su tipo de interés al 100%.*
- 1 febrero. *La libra irlandesa se devalúa un 10%.*
- 14 mayo. *Tercera devaluación de la peseta, en un 8%, acompañada de la del escudo portugués, en un 6,5%.*
- 18 mayo. *Dinamarca ratifica, en un segundo referéndum, el Tratado de la Unión Europea.*
- 2 agosto. *Ampliación de la banda de fluctuación de las monedas que participan en el mecanismo de cambios del SME hasta el 15% (excepto el marco y el florín, que mantienen el 2,25%).*

Las autoridades económicas optaron por la resistencia. Los bancos centrales del mecanismo de cambios del SME actuaron en defensa de las bandas de fluctuación de sus respectivas monedas, partiendo de unos niveles de reservas relativamente altos. Pero la desconfianza de los mercados se había desatado. La propia existencia de bandas de fluctuación fijas propició la actuación de los operadores de riesgo, que apostaron fuertes sumas anticipando el realineamiento de las bandas. La presión de los mercados era incomparablemente superior a la capacidad de los bancos centrales. Y la batalla culminó con la retirada de la libra esterlina y la lira italiana del mecanismo de cambios el 17 de septiembre de 1992. La tercera moneda objetivo de la presión de los mercados era la peseta, que optó por resistir a viento y marea dentro del mecanismo de cambios, debiendo aceptar tres devaluaciones sucesivas entre septiembre de 1992 y mayo de 1993, con una caída de su valor frente al marco de casi el 25%.

Dinamarca convocó un segundo referéndum para aprobar el Tratado, tras acordar los gobiernos la componenda jurídica de añadir unas disposiciones adicionales al TUE por las que Dinamarca quedaba exenta, si así lo decidía, de la moneda única, de la política de defensa y de la ciudadanía de la Unión. Esta vez, el resultado de la consulta, efectuada en mayo de 1993, fue positivo, aunque por un margen muy apretado. Faltaba todavía, sin embargo, la ratificación alemana, pendiente de la resolución del Tribunal Constitucional alemán sobre la constitucionalidad del abandono del marco alemán.

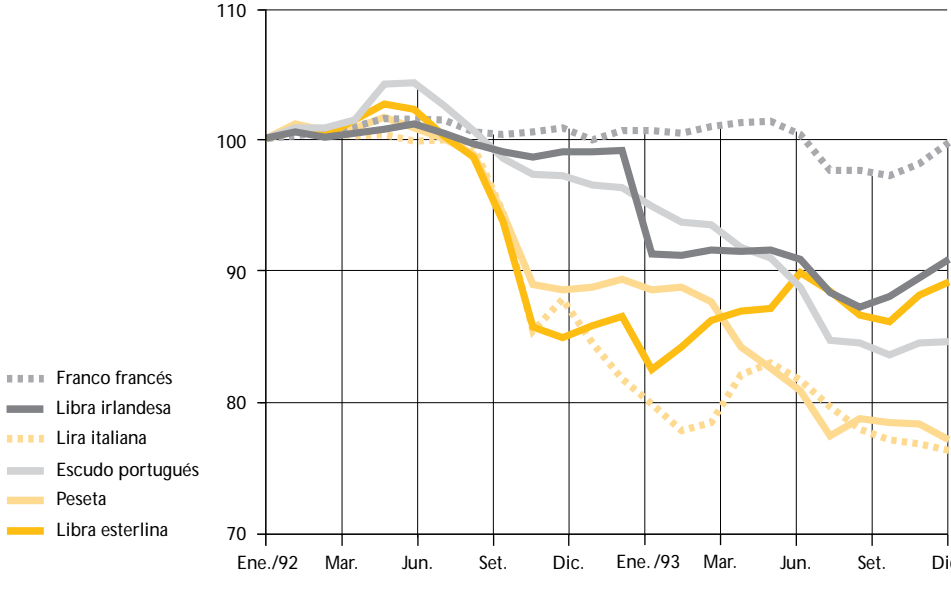
Pero la situación monetaria se hallaba lejos de estar calmada y la inestabilidad era la tónica. Una vez expulsadas o devaluadas las monedas débiles, las tensiones se desplazaron hacia las que hasta entonces habían logrado mantenerse más al margen de la tormenta: el franco francés y las del Benelux. A principios del verano de 1993, las tensiones contra la divisa gala arreciaron, frente a la rotunda negativa del Gobierno francés a devaluar formalmente. En realidad, hasta este momento el franco había recibido el respaldo del Bundesbank, puesto que éste había intervenido en los mercados sosteniendo el cambio francés. Este apoyo era una norma obligatoria de todos los

bancos centrales dentro del mecanismo de cambios, pero los alemanes no la habían aplicado al resto de monedas débiles ni en los momentos más graves. La solidaridad germana para con el franco francés se explicaba por la necesidad de preservar un franco estable dentro del SME. De otra forma, el sistema hubiera acabado en una *zona marco*: el fantasma del fracaso de la *serpiente* de los años setenta se cernía sobre el SME. Pero se llegó a un punto en que ni el poderoso marco podía ya ayudar al franco, engullido por las turbulencias monetarias. No era factible sostener el SME en esta situación y no era posible abandonarlo sin hundir el proyecto de la UEM.

En esta disyuntiva, los ministros de Economía y los gobernadores de los bancos centrales se reunieron en Bruselas para hallar una salida a la situación. La solución consistió en ampliar las bandas de fluctuación bilaterales admiti-

Gráfico 2.5

DEPRECIACIÓN DE LAS MONEDAS EN LA CRISIS DEL SME
 Cambio moneda nacional/marco alemán = 100 en enero de 1992



Fuente: OCDE y elaboración propia.

das en el mecanismo de cambios hasta el $\pm 15\%$ para todas las monedas.⁽¹⁾ Se esperaba con ello desactivar el componente especulativo que subyacía en las violentas tensiones de los mercados, estimulado por la impotencia evidente de sostener las bandas normales del mecanismo de cambios. Las nuevas bandas suponían un margen de oscilación de las monedas de hasta un 30%, frente al 4,5% establecido hasta entonces (12% para la peseta y el escudo). Unas bandas tan amplias, por supuesto, ponían en entredicho y desvirtuaban la función del SME como mecanismo de convergencia de los tipos de cambio. Pero se conseguía así más o menos salvar las apariencias y sostener la ficción de la existencia de un sistema de concertación de cambios, confiando que en un futuro indeterminado las aguas volvieran a los cauces normales.

La ampliación de las bandas del mecanismo de cambios permitió desactivar definitivamente la tormenta monetaria. Hay que destacar, sin embargo, que ya en 1993 la economía alemana había agotado totalmente el *boom* de la reunificación y había caído, como el resto de economías comunitarias, en la recesión. El Bundesbank se había aplicado, desde finales de 1992, a relajar su política monetaria recortando los tipos de interés y el marco había perdido la fortaleza de la que había hecho gala en la segunda mitad de 1992.

El calendario de Madrid

La crisis, sin embargo, había hecho estragos sobre los planes de la UEM. El escepticismo y la crítica ganaron terreno. ¿Cómo iban los Estados comunitarios a alcanzar una moneda única si eran incapaces de mantener las paridades dentro de unas bandas mínimamente reducidas? Además, la recesión de 1993 dio como resultado el agravamiento de los déficit públicos. Se cayó entonces en la cuenta de que apenas una minoría de países eran capaces de cumplir los criterios de convergencia, requisito ineludible para acceder a la tercera fase de la UEM. Las fechas de inicio de la misma estaban aún

(1) Por un acuerdo bilateral entre las autoridades monetarias alemana y holandesa, el marco alemán y el florín holandés mantienen la banda estrecha antigua.

lejos, pero el pesimismo ante la situación económica oscureció definitivamente las perspectivas.

Pero la decisión política estaba firmada y rubricada por los doce miembros de la Comunidad y no era imaginable echar marcha atrás. En septiembre, Alemania, último país en ratificar el Tratado, dio el visto bueno al mismo después del pronunciamiento del Tribunal Constitucional. El Tratado de la Unión Europea entró por fin en vigor el 1 de noviembre de 1993. La segunda fase de la UEM se inició el 1 de enero de 1994, tal como estipulaba el Tratado. Se creó el Instituto Monetario Europeo y la mayor parte de los Estados miembros iniciaron los procesos de independencia de sus bancos centrales. En un ambiente de mayor tranquilidad, se culminaron las negociaciones de adhesión y el 1 de enero de 1995 la ahora Unión Europea (UE) se ampliaba a tres nuevos miembros.⁽¹⁾

Las instancias comunitarias empezaron a preparar el paso a la tercera fase. Las disposiciones del Tratado al respecto eran excesivamente generales para una cuestión tan compleja y delicada. En abril de 1995, la Comisión fue la primera en emitir un documento en el que se plasmaba un programa de tareas para alumbrar finalmente la moneda única: *«Libro verde sobre las modalidades de transición a la moneda única»*. En noviembre del mismo año, el IME emitía su diagnóstico técnico, *«El proceso de cambio a la moneda única»*, en unos términos muy parecidos a los de la Comisión. Antes, sin embargo, en el Consejo Europeo de Cannes, se había desechado la posibilidad contemplada en el Tratado de que una mayoría de países iniciaran la tercera fase de la UEM en 1997, debido al insuficiente cumplimiento de los criterios de convergencia y a la escasa preparación técnica de la cuestión.

En el Consejo Europeo de Madrid de diciembre de 1995, correspondiente a la segunda presidencia española, se dio el paso decisivo que

(1) Austria, Finlandia y Suecia. Noruega, que también había negociado la adhesión, rechazó en referéndum su integración, por segunda vez en su historia (la primera fue en 1972, con motivo de la primera ampliación de las Comunidades Europeas).

borró las dudas sobre la firme voluntad política de avanzar en el proceso de la UEM. Así, se aprobó el calendario y el escenario que se seguirá en los próximos años para alcanzar la moneda única. De acuerdo con las conclusiones de dicha cumbre, lo antes posible en 1998 se decidirá qué Estados estarán en condiciones de formar parte de la moneda única y se iniciarán los preparativos finales. El 1 de enero de 1999 se iniciará la tercera fase de la UEM, tal como lo estipula el Tratado de Maastricht, con la fijación irrevocable de los tipos de cambio de las monedas participantes con el *euro*, que es el nombre definitivo que recibirá la moneda única. Se abrirá entonces un período de adaptación de tres años como máximo, al cabo de los cuales se pondrán en circulación los billetes y monedas denominados en euros y se retirarán de la circulación las monedas nacionales. Este proceso durará seis meses como mucho, de manera que culminará el 1 de julio de 2002, a más tardar.

En el calendario establecido en Madrid se detallan toda una serie de cuestiones que no están recogidas en el Tratado pero que son imprescindibles para proporcionar la necesaria seguridad jurídica del proceso, minimizar los costes de ajuste y evitar los posibles problemas que puede generar un proceso tan delicado. Para ello, los planes para la tercera fase de la UEM definen varios períodos, al cabo de los cuales se habrán alcanzado definitivamente los objetivos de la UEM.

1) De diciembre de 1995 a principios de 1998

Después de la adopción del plan y del calendario para la introducción del euro, el paso siguiente es la elaboración de un reglamento del Consejo, cuyos trabajos técnicos preparatorios deberán estar concluidos a más tardar a finales de 1996. Este reglamento establecerá el marco legal del uso de la moneda única y, aunque no entrará en vigor hasta el 1 de enero de 1999, es necesario para preparar con la antelación precisa todos los aspectos legales que comporta la introducción de la moneda única. La disposición comunitaria clarificará la equivalencia legal entre el euro y las unidades

monetarias nacionales, ⁽¹⁾ establecerá la continuidad de los contratos, salvo cuando éstos prevean otra cosa, y ultimaré la legislación referente al BCE y al SEBC.

Por otra parte, la Comisión y el IME prepararán la legislación referente al BCE y al SEBC, además de los informes que exige el Tratado para comprobar si la legislación nacional de los Estados es compatible con la UEM y con los estatutos del SEBC. También se deberá concluir el diseño de los billetes y monedas en euros.

2) De principios de 1998 al 1 de enero de 1999

Lo antes posible en 1998, el Consejo, reunido en su formación de jefes de Estado o de Gobierno, examinará el cumplimiento de las condiciones de convergencia de los Estados miembros, basándose en las recomendaciones de los ministros de Economía y Finanzas, de la Comisión, del IME y del Parlamento Europeo. El Consejo fijará la fecha de inicio de la tercera fase en el 1 de enero de 1999, establecerá qué países cumplen las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única y cuáles se acogerán a una excepción.

A partir de ese momento se constituirán el BCE y el SEBC, se nombrará el directorio del BCE, se aprobará el marco reglamentario y organizativo y empezarán las pruebas operativas para comprobar el funcionamiento de los dispositivos de la política monetaria. Las autoridades comunitarias y las nacionales habrán de acelerar la reforma de aquellas legislaciones, comunitarias o nacionales, que no sean compatibles con las disposiciones del Tratado aplicables en la materia. Deberán aclararse las condiciones de utilización de la nueva moneda en cada sector y sus relaciones con las monedas nacionales; la continuidad de los contratos y obligaciones legales; la legislación que habilitará a las administraciones financieras y fiscales a percibir

(1) Aunque puedan parecer cuestiones de detalle, será muy importante establecer con precisión el número de cifras significativas en que se expresarán los futuros tipos de conversión, el método de redondeo aplicado a los importes resultantes de la utilización de los tipos de cambio, así como el número de cifras tras la coma (¿o el punto, según la práctica anglosajona?) para la expresión de los precios.

pagos en euros, etc. En esta fase se empezarán a fabricar los billetes y las monedas fraccionarias en euros.

La Comisión lanzará campañas de información y propaganda pública para ir mentalizando a los ciudadanos y empresas del cambio que se avecina. El sector privado de los Estados miembros designados para participar en el área de la nueva moneda europea, y especialmente el sector bancario y financiero, procederá a realizar los ajustes técnicos y organizativos precisos para la utilización de la moneda europea.

3) Del 1 de enero de 1999 al 1 de enero de 2002, como máximo

El 1 de enero de 1999 comenzará la tercera fase de la UEM, tal como lo dispone el Tratado. En tal fecha, se fijarán los *tipos de conversión* definitivos, fijos y inamovibles, de las monedas del área de la moneda europea. La política monetaria será única y se ejecutará en la moneda europea, al igual que las intervenciones en los mercados de divisas. Asimismo, entrará en vigor la legislación sobre la introducción del euro: estatuto jurídico, continuidad de los contratos, modo de redondear las cantidades, etc. El euro pasará a ser moneda en sentido propio, pero su circulación será limitada, puesto que todavía no tomará forma de moneda o billetes. Durante los tres años siguientes, su uso se circunscribirá a las operaciones de política monetaria, las transacciones interbancarias y las emisiones de deuda pública. El objetivo de este período intermedio es dar tiempo para que los mercados financieros vayan adoptando y adaptándose al euro y formar así una *masa crítica* de transacciones que sirva de base para un ulterior uso generalizado de la misma, además de permitir culminar los preparativos técnicos necesarios, especialmente la fabricación de billetes de banco en euros. Fuera del mercado monetario, sin embargo, no habrá obligación de utilizar el euro (en forma de unidad contable o de *dinero electrónico*) pero tampoco se prohibirá su uso a las empresas y particulares que lo deseen.

4) Del 1 de enero de 2002 al 1 de julio de 2002,
como máximo

Al cabo de tres años como máximo de iniciarse la tercera fase de la UEM, es decir, el 1 de enero de 2002, se pondrán en circulación las monedas y billetes en euros, que sustituirán a las respectivas monedas nacionales, y que por tanto los ciudadanos empezarán a utilizar en su vida cotidiana. La adaptación de los sistemas de pago al por menor se culminará y todos los agentes públicos y privados se adaptarán a la nueva moneda. Este proceso de cambio durará un máximo de 6 meses, a lo largo de los cuales circularán ambas monedas, el euro y la nacional. Al fin de estos seis meses, es decir, el 1 de julio de 2002, las monedas y billetes nacionales habrán desaparecido de la circulación y habrán perdido su estatuto de medio de pago legal. El euro será la única moneda de curso legal en el área de la moneda europea, aunque los billetes y monedas nacionales seguirán siendo canjeables por euros en los bancos centrales nacionales. El proceso de cambio habrá terminado.

CALENDARIO DE LA TERCERA FASE DE LA UEM

PERÍODO PREPARATORIO

Inicio: Ya iniciado.

Objetivos: Adopción de un plan y un calendario para la introducción de la moneda única.

Decisión sobre el nombre de la moneda única.

Definición del marco reglamentario, organizativo y logístico de la tercera fase.

Preparación de la legislación y normativa del BCE y del SEBC.

Convergencia de las economías y cumplimiento de los criterios de convergencia.

PERÍODO PRELIMINAR

Inicio: Lo antes posible en 1998.

Objetivos: Decisión sobre los Estados miembros participantes.
Adopción de las medidas legislativas necesarias para iniciar la tercera fase.

Inicio de la fabricación de euros (billetes y moneda fraccionaria).

Ensayo de la operativa de política monetaria en moneda única.

Definición de las relaciones entre participantes y no participantes.

Preparación del sector financiero privado.

Instituciones: Constitución del Banco Central Europeo.

Creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Supresión del Instituto Monetario Europeo.

PERÍODO TRANSITORIO

Inicio: 1 de enero de 1999.

Objetivos: Fijación irrevocable de los tipos de conversión.

El euro pasa a convertirse en una moneda en sentido propio y el ecu-cesta deja de existir.

Entrada en vigor de la legislación relativa al euro.

Política monetaria única en euros.

Emisión de la deuda pública nacional en euros.

Disciplina presupuestaria.

PERÍODO DE CONVERSIÓN

Inicio: 1 de enero de 2002, como máximo.

Objetivos: Puesta en circulación de los billetes y moneda en euros y retirada de la nacional.

Supresión del curso legal de los billetes y moneda fraccionaria nacionales.

Todos los pasivos monetarios quedan convertidos a euros.

Fin del proceso: 30 de junio de 2002 como máximo.

La cumbre de Dublín

Con el mandato político de la cumbre de Madrid, a lo largo de 1996 las instituciones comunitarias aceleraron las tareas del período preparatorio. En un contexto dominado por la confianza en la marcha del proceso y con una significativa convergencia de los tipos de interés hacia los correspondientes al marco alemán, los trabajos se centraron en tres puntos. Primero, el sistema de relaciones cambiarias entre los miembros de la Unión que accedan a la tercera fase y los que queden fuera, de forma que se garantice un área de estabilidad entre el euro y las monedas excluidas; se trata de redefinir el mecanismo de tipos de cambio del SME y adaptarlo a la situación que se creará una vez se ponga en marcha el período transitorio el 1 de enero de 1999. El segundo frente de trabajo fue la elaboración de dos proyectos de reglamento sobre el marco jurídico del euro. Finalmente, se trabajó en la idea de un Pacto de Estabilidad, a partir de las propuestas alemanas, que garantice la disciplina presupuestaria de los gobiernos de los países que accedan a la tercera fase y, así, se asegure la solidez de la futura moneda única.

El Consejo Europeo se reunió los días 13 y 14 de diciembre de 1996 en Dublín y dio su visto bueno a las conclusiones sobre el nuevo mecanismo de cambios del SME, encargando al Consejo de Economía y Finanzas que preparase un proyecto de normativa que se presentará en junio de 1997. También aprobó los planteamientos sobre el estatuto jurídico del euro. En cuanto a la disciplina fiscal en la tercera fase de la UEM, las diferencias fueron mucho más acentuadas, e incluso se llegó a temer que el acuerdo no fuera posible. Finalmente, se adoptó un Pacto de Estabilidad y Crecimiento, según el cual se vigilará muy de cerca la situación presupuestaria de las economías que pasen a formar parte del euro. En caso de que éstas incurran en un déficit excesivo (3% del PIB) injustificado, se prevé una aplicación rigurosa de las disposiciones del Tratado, que podrían suponer multas gravosas para los Estados incumplidores. En el próximo Consejo Europeo de junio de 1997 se concretarán las resoluciones y reglamentos que condicionarán la disciplina presupuestaria de los participantes en el euro. Aprovechando

la reunión del Consejo, el IME presentó su propuesta de diseño de los billetes en euros; la Comisión, por su parte, ha lanzado un concurso para el diseño de las monedas que deberá resolverse hacia mediados de 1997.

III. LOS INTERROGANTES DE LA UNIÓN MONETARIA

3.1. ¿Habr  moneda única en 1999?

El Tratado de la Unión Europea, firmado y ratificado por los quince Estados miembros actuales, establece claramente el objetivo de alcanzar una moneda única antes de 1999 y significa un compromiso político al más alto nivel. En este sentido, la naturaleza institucional de la Unión Económica y Monetaria es muy distinta de la correspondiente a anteriores experiencias monetarias, como la serpiente de los años setenta o incluso el Sistema Monetario Europeo, que se basaban en pactos entre bancos centrales o en acuerdos intergubernamentales. Asimismo, existe también un compromiso político, esta vez tomado por todos los jefes de Estado o de Gobierno de la Unión, por el que la tercera fase se iniciará el 1 de enero de 1999, y por tanto esta es la fecha que hay que considerar.  nicamente un acuerdo político del más alto nivel podría revocar el calendario previsto.

 Existe voluntad política para modificar el calendario actual? Los altos responsables políticos de los Estados miembros y de las instituciones comunitarias han mostrado la firme voluntad de cumplir con lo dispuesto por el Tratado y por el Consejo Europeo. En cualquier caso, no hay que olvidar que cualquier decisión, en el sentido que sea, debe conseguir la unanimidad de todos los Estados miembros, y no es fácil alcanzar esta unanimidad en cuestiones tan complejas y de tanta trascendencia.

 Pero qué sucede si no se cumplen los requisitos mínimos para el inicio de la tercera fase? Porque éste no es simplemente un proyecto político, sino que tiene una decisiva vertiente económica. La evolución de la coyuntura o la actuación de los mercados monetarios, por ejemplo, influirán directamente en el éxito o fracaso del mismo. Desde esta perspectiva será trascendental, por ejemplo, el grado de cumplimiento colectivo de los criterios de convergencia que el Tratado establece como requisito ineludible para

Cuadro 3.1

LA CONVERGENCIA EUROPEA EN 1996

	Tasa de inflación %	Tipos de interés a largo plazo %	Déficit público % s/PIB (*)	Deuda pública % s/PIB	Estabilidad cambiaria	Nº de criterios que se cumplen estrictamente
Luxemburgo	1,2	6,3	-0,9	7,8	Sí	5
Dinamarca	1,9	7,2	1,4	70,2	Sí	4
Irlanda	2,1	7,3	1,6	74,7	Sí	4
Países Bajos	1,5	6,2	2,6	78,7	Sí	4
Francia	2,1	6,3	4,0	56,4	Sí	4
Alemania	1,2	6,2	4,0	60,8	Sí	3
Bélgica	1,8	6,5	3,3	130,6	Sí	3
Finlandia	1,5	7,1	3,3	61,3	No	2
Austria	1,8	6,3	4,3	71,7	No	2
Reino Unido	3,0	7,9	4,6	56,2	No	2
Suecia	0,8	8,0	3,9	78,1	No	2
Portugal	2,9	8,6	4,0	71,1	No	1
España	3,6	8,7	4,4	67,8	No	1
Italia	4,0	9,4	6,6	123,4	No	0
Grecia	7,9	14,8	7,9	110,6	No	0
Límites convergencia	2,6	8,8	3,0	60,0		

(*) Un signo negativo significa superávit.

Fuente: Instituto Monetario Europeo y elaboración propia.

acceder a la unión monetaria. En 1996 únicamente Luxemburgo cumplió de forma estricta todos los criterios. Las perspectivas para 1997 quizás son algo mejores. En cualquier caso, de mantenerse la actual voluntad política de alcanzar la moneda única, es posible que llegue a encontrarse alguna justificación para solventar los incumplimientos y alcanzar así un núcleo inicial de Estados en condiciones de comenzar la tercera fase.

Otros factores, más impredecibles, podrían poner en peligro el calendario previsto. Por ejemplo, una crisis monetaria y cambiaria del estilo de la acaecida entre 1992 y 1993 que desestabilizase violentamente el marco monetario; o un cambio político radical en Estados como Alemania o

Francia, que diera acceso al poder a un partido o coalición contrario a los objetivos de Maastricht, con los consiguientes efectos negativos sobre la credibilidad global del proyecto.

3.2. ¿Qué sucederá si se retrasa o se anula el proyecto de la moneda única?

El retraso del inicio de la tercera fase de la UEM es una posibilidad que se ha barajado en los momentos en que los problemas con los que se enfrenta la unión monetaria han parecido excesivos. Una mala coyuntura económica, que impidiera el cumplimiento de los criterios de convergencia; o la decisión de dar más tiempo a las economías para que más Estados cumplieran los requisitos; o un retraso en los preparativos de orden legal y jurídico imprescindibles correspondientes a la tercera fase; o un conflicto jurídico en algún Estado miembro (por ejemplo, un recurso de inconstitucionalidad contra alguna disposición fundamental). Estos y otros acontecimientos podrían justificar un retraso en la fecha del 1 de enero de 1999 como la del inicio de la tercera fase.

La decisión de posponer el calendario del inicio de la tercera fase de la UEM choca, sin embargo, con lo dispuesto por el Tratado, que en su letra y espíritu fija el 1 de enero de 1999 como fecha límite. Forzando la interpretación del Tratado, no obstante, podría invocarse el artículo que establece que la fecha de inicio puede determinarla el Consejo antes del final de 1997, de manera que en virtud del mismo el Consejo establecería una fecha posterior. Otra alternativa que se ha manejado ha sido cumplir con el calendario previsto, pero con todos los Estados miembros acogidos a una cláusula de excepción. Es decir, la unión monetaria sería una *cáscara vacía* hasta que los Estados cumplieran los criterios de convergencia, momento en el que se integrarían en la misma.

El retraso plantea, sin embargo, problemas importantes. Una decisión de este estilo no se toma de improviso, sino que debe recorrer los

intrincados y largos caminos de las decisiones consensuadas comunitarias. Si el retraso fuese debido a la imposibilidad de cumplir los criterios de convergencia por parte de un mínimo de países, un inconveniente añadido sería el riesgo de relajación del esfuerzo presupuestario de saneamiento de las haciendas públicas. En cualquier caso, la mera sospecha de que la UEM podría retrasarse encendería la mecha de la especulación monetaria. Los mercados verían factible la posibilidad de que todo el proyecto se derrumbase, y ello podría provocar movimientos de capital de carácter desestabilizador sobre los tipos de cambio. Es decir, un escenario muy parecido al de la crisis de 1992-1993. Se trata de un riesgo que los responsables políticos deberían, en su caso, calibrar, puesto que en la hipótesis más extrema los problemas que el retraso podría crear podrían acabar definitivamente con la UEM. En suma, el retraso, aunque es una posibilidad perfectamente factible, no parece que vaya a adoptarse a menos de que sea totalmente ineludible.

La hipótesis del abandono del proyecto de la UEM es por ahora descartable, a no ser que intervengan acontecimientos absolutamente imprevisibles. Representaría un descrédito para los responsables políticos de los Estados miembros y para las instituciones comunitarias. Provocaría una intensa reestructuración de las carteras de inversión de los agentes económicos, con los consiguientes movimientos especulativos en los mercados monetarios. Crearía una crisis de identidad comunitaria, paralizando todo el proceso de desarrollo de las políticas previstas en el Tratado. Perturbaría la reforma y ampliación de la Unión Europea. Con todo, y pese a lo que en ocasiones se ha afirmado, un eventual fracaso de la UEM no tendría por qué provocar un retroceso en el acervo comunitario actual. Es decir, el mercado interior, la política agrícola y el resto de políticas comunes seguirían funcionando como hasta ahora. La Unión ni desaparecería ni se deterioraría, pero, eso sí, su desarrollo probablemente quedaría interrumpido por bastante tiempo.

3.3. ¿Qué países entrarán en la primera tanda de la UEM?

Hacia febrero de 1998, los Estados de la Unión Europea finalizarán las operaciones de contabilización de sus respectivos datos nacionales de deuda y déficit público correspondientes a 1997. Con esta información, la Comisión y el Instituto Monetario Europeo estarán en disposición de elaborar los preceptivos informes relativos al cumplimiento de los requisitos de convergencia establecidos para el acceso a la tercera fase de la UEM, trabajos que en abril o mayo pueden estar ya concluidos. La incertidumbre que envolverá el resultado de este examen puede llegar a afectar a los mercados financieros, especialmente en el caso de los países cuya participación sea más dudosa.

Con los informes en su poder, los ministros de Economía y Finanzas reunidos en Consejo, y sobre la base de una recomendación de la Comisión, decidirán por mayoría cualificada ⁽¹⁾ qué Estados miembros están en condiciones de pasar a la tercera fase. Sus conclusiones se trasladarán a los jefes de Estado o de Gobierno, reunidos en Consejo. Éstos, teniendo en cuenta dichas conclusiones, los informes citados, así como el dictamen al respecto del Parlamento Europeo, decidirán por mayoría cualificada el inicio de la tercera fase y qué países serán los escogidos. Según las conclusiones del Consejo Europeo de Madrid, ello debería suceder «lo antes posible en 1998», pero teniendo en cuenta este complicado mecanismo decisorio y ante una

(1) El voto por mayoría cualificada es un voto ponderado en función del peso económico y demográfico del país. Los votos se reparten de la siguiente forma:

	<i>Votos por país</i>	<i>Total</i>
Alemania, Francia, Italia, R.U.	10	40
España	8	8
Bélgica, Grecia, Holanda, Portugal	5	20
Austria, Suecia	4	8
Dinamarca, Irlanda, Finlandia	3	9
Luxemburgo	2	2
Total		87

La mayoría cualificada se obtiene cuando se alcanzan los 62 votos. Con 26 votos, por tanto, puede bloquearse cualquier decisión.

Cuadro 3.2

CRITERIOS DE CONVERGENCIA: PRECIOS DE CONSUMO (*)

Porcentaje de variación anual

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Bélgica	3,2	2,4	2,8	2,4	1,4	1,8
Dinamarca	2,4	2,1	1,3	2,0	2,3	1,9
Alemania	3,6	4,0	3,6	2,7	1,5	1,2
Grecia	19,5	15,9	14,4	10,9	9,0	7,9
España	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6
Francia	3,2	2,4	2,1	1,7	1,7	2,1
Irlanda	3,2	3,1	1,5	2,4	2,4	2,1
Italia	6,5	5,4	4,2	3,9	5,4	4,0
Luxemburgo	3,1	3,2	3,6	2,2	1,9	1,2
Países Bajos	3,1	3,2	2,6	2,7	1,1	1,5
Austria	3,3	4,1	3,6	3,0	2,0	1,8
Portugal	11,3	8,9	6,5	5,2	3,8	2,9
Finlandia	4,3	2,9	2,2	1,1	1,0	1,5
Suecia	9,7	2,6	4,7	2,3	2,9	0,8
Reino Unido	6,8	4,7	3,0	2,4	3,1	3,0
Valor de referencia (**)	4,4	3,8	3,1	3,1	2,7	2,6

(*) Hasta 1994, IPC nacionales; 1995 y 1996, IPC provisionales.

(**) Es igual al promedio de inflación de los tres Estados con mayor estabilidad de precios, incrementado en 1,5 puntos.
Fuente: IME.

resolución tan compleja y quizás conflictiva, es probable que la decisión final no pueda adoptarse antes de mayo o junio de 1998. En cualquier caso, la decisión no podrá demorarse mucho más, porque el Tratado establece como fecha tope para alcanzar la decisión final el 1 de julio de 1998. De otra forma, además, no habría tiempo suficiente para llevar a cabo todas las tareas previstas para antes del 1 de enero de 1999. Cabe, por supuesto, la posibilidad de que el procedimiento se acelerara, bien para evitar el nerviosismo en los mercados de cambios y financieros, bien porque no se presentara ninguna clase de conflicto. La incertidumbre que rodea al cumplimiento de los criterios de convergencia y al grado de exigencia en los mismos, sin embargo, no pondrán fáciles los intentos de anticipar la decisión final.

El margen de discrecionalidad en la interpretación del cumplimiento de los criterios de convergencia, concretamente por lo que se refiere a los criterios relativos a las finanzas públicas, será una fuente de conflicto a la hora de tomar la decisión sobre los primeros participantes en el euro. No es difícil imaginar el enfrentamiento que puede surgir en la medida en que algunos Estados se sientan perjudicados por su exclusión de la *primera velocidad* de la UEM y consideren que una aplicación más laxa de los criterios de convergencia permitiría incluirlos. Ello los enfrentaría al grupo más ortodoxo o más cumplidor, que deseará un núcleo inicial selecto a fin de que el euro se asiente como moneda estable, rechazando una entrada masiva en la unión monetaria. Un conflicto de este estilo podría llegar a bloquear la decisión, provocando la consiguiente inquietud en los mercados financieros y poniendo en cuestión la viabilidad de todo el proceso.

Cuadro 3.3

CRITERIOS DE CONVERGENCIA: DÉFICIT PÚBLICO
Porcentaje sobre el PIB

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Bélgica	-6,5	-7,2	-7,5	-5,1	-4,1	-3,3
Dinamarca	-2,1	-2,9	-3,9	-3,5	-1,6	-1,4
Alemania	-3,3	-2,8	-3,5	-2,4	-3,5	-4,0
Grecia	-11,5	-12,3	-14,2	-12,1	-9,1	-7,9
España	-4,9	-3,6	-6,8	-6,3	-6,6	-4,4
Francia	-2,2	-3,8	-5,6	-5,6	-4,8	-4,0
Irlanda	-2,3	-2,5	-2,4	-1,7	-2,0	-1,6
Italia	-10,2	-9,5	-9,6	-9,0	-7,1	-6,6
Luxemburgo	1,9	0,8	1,7	2,6	1,5	0,9
Países Bajos	-2,9	-3,9	-3,2	-3,4	-4,0	-2,6
Austria	-2,6	-1,9	-4,2	-4,4	-5,9	-4,3
Portugal	-6,7	-3,6	-6,9	-5,8	-5,1	-4,0
Finlandia	-1,5	-5,9	-8,0	-6,2	-5,2	-3,3
Suecia	-1,1	-7,8	-12,3	-10,8	-8,1	-3,9
Reino Unido	-2,6	-6,3	-7,8	-6,8	-5,8	-4,6
Valor de referencia	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0

Fuente: IME.

Cuadro 3.4

CRITERIOS DE CONVERGENCIA: DEUDA PÚBLICA

Porcentaje sobre el PIB

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Bélgica	129,4	130,6	137,0	135,0	133,7	130,6
Dinamarca	64,6	68,7	80,1	76,0	71,9	70,2
Alemania	41,5	44,1	48,2	50,4	58,1	60,8
Grecia	92,3	99,2	111,8	110,4	111,8	110,6
España	45,8	48,4	60,5	63,1	65,7	67,8
Francia	35,8	39,6	45,6	48,4	52,8	56,4
Irlanda	95,0	92,0	94,5	87,9	81,6	74,7
Italia	101,4	108,5	119,3	125,5	124,9	123,4
Luxemburgo	4,2	5,2	6,2	5,7	6,0	7,8
Países Bajos	78,8	79,6	80,8	77,4	79,7	78,7
Austria	58,7	58,3	62,8	65,1	69,0	71,7
Portugal	71,1	63,3	68,2	69,6	71,7	71,1
Finlandia	23,0	41,5	57,3	59,5	59,2	61,3
Suecia	53,0	67,1	76,0	79,3	78,7	78,1
Reino Unido	35,7	41,9	48,5	50,4	54,1	56,2
Valor de referencia	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0

Fuente: IME.

El grado de rigor que se exija en el cumplimiento de los criterios probablemente estará en función del grado de cumplimiento general de los mismos, que de acuerdo con lo previsible, será más bien bajo. En estos momentos, a principios de 1997, ni tan siquiera Alemania parece que va a cumplir todos los criterios de convergencia. Ello dará argumentos a los países más rezagados para tratar de imponer una interpretación generosa.

Los dilemas del Consejo

El Consejo, además de cumplir con la letra del Tratado, deberá tener en cuenta el hecho de que la nueva moneda única debe generar credibilidad en los mercados monetarios y de capitales. Un margen de interpretación excesivamente laxo de los criterios de convergencia probablemente perjudicaría al euro, al que los mercados contemplarían como un mal sucedáneo

del marco alemán, lo que alentaría una huida de capitales hacia otras monedas refugio (franco suizo, dólar). Los alemanes, por su parte, no están dispuestos a perder el marco a cambio de una moneda menos solvente, aunque está claro que al euro no le será fácil alcanzar el prestigio que el marco disfruta actualmente en los mercados internacionales.

El grado de tolerancia en la aplicación de los criterios de convergencia deberá, a su vez, ser cribado por el historial de cada una de las monedas. Dos países con un grado similar de cumplimiento de los criterios de convergencia pueden ser juzgados de forma muy distinta. Bélgica e Italia, por ejemplo, tienen un nivel de deuda muy alejado del límite máximo que exige el Tratado, un 60% del PIB, aunque ambos se están esforzando por recortar esta diferencia. Pero resulta que el franco belga es una moneda cuya cotiza-

Cuadro 3.5

CRITERIOS DE CONVERGENCIA: TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO Porcentaje medio anual

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Bélgica	9,3	8,7	7,2	7,8	7,5	6,5
Dinamarca	9,3	9,0	7,3	7,8	8,3	7,2
Alemania (*)	8,5	7,8	6,5	6,9	6,9	6,2
Grecia	–	24,1	23,3	20,8	17,3	14,8
España	12,4	11,7	10,2	10,0	11,3	8,7
Francia	9,0	8,6	6,8	7,2	7,5	6,3
Irlanda	9,2	9,1	7,7	7,9	8,3	7,3
Italia	13,3	13,3	11,2	10,5	12,2	9,4
Luxemburgo	–	–	6,5	7,7	7,2	6,3
Países Bajos	8,7	8,1	6,4	6,9	6,9	6,2
Austria	8,6	8,2	6,7	7,0	7,1	6,3
Portugal	14,5	13,8	11,2	10,5	11,5	8,6
Finlandia	11,7	12,0	8,8	9,0	8,8	7,1
Suecia	10,7	10,0	8,5	9,7	10,2	8,0
Reino Unido	10,1	9,1	7,5	8,2	8,3	7,9
Valor de referencia (**)	10,7	10,7	9,3	10,0	9,7	8,8

(*) 1991, zona occidental.

(**) Es igual al promedio de los tres Estados con mayor estabilidad de precios, incrementado en 2 puntos.

Fuente: IME.

ción se vincula estrechamente al marco alemán y el Banco Nacional de Bélgica replica exactamente la política monetaria del Bundesbank. En cambio, la lira italiana tiene una historia de continua depreciación frente al marco alemán, y la prima de riesgo que los inversores internacionales exigen a las emisiones de valores italianos es una de las más elevadas de la Unión. En estas circunstancias, la inclusión del franco belga no tendría por qué perjudicar al prestigio del euro, pese al dudoso cumplimiento de los criterios de convergencia por parte de Bélgica. La inclusión de la lira italiana, en cambio, es impensable hasta que el grado de convergencia de la economía italiana sea suficientemente creíble.

A la hora de decidir la puesta en marcha de la moneda única, el Consejo deberá decidir si opta por un núcleo inicial pequeño de Estados o abre las puertas al mayor número posible de monedas de la Unión. Escoger un núcleo selecto de monedas (Alemania y Francia, más algunas de las que han mostrado una evolución más ortodoxa) tendría la ventaja de permitir un rodaje tranquilo al euro, que asentaría la confianza de los mercados financieros en la nueva moneda, cimentaría su prestigio y desarrollaría su propio mercado de activos. Pero tendría el inconveniente de marginar economías grandes de la Unión (Reino Unido, Italia, España), consagrando una unión monetaria a dos velocidades que abriría el riesgo de dividir políticamente a los Estados en el seno del Consejo. Por el contrario, integrar en la unión monetaria a todas o a la mayor parte de monedas desde el principio eliminaría las reticencias anteriores pero obviamente el resultado sería un euro menos fuerte, con menos estabilidad y al que los mercados dudarían en otorgarle el estatuto de moneda de confianza.

Alemania...

Sea cual sea la decisión final del Consejo, está claro que en el núcleo inicial deberá estar el marco alemán, ancla y eje de la política monetaria europea. No se puede concebir la futura UEM sin la participación de Alemania. El éxito de la economía germana en un contexto de política monetaria rigurosa e independiente es el espejo en el que la UEM se quiere mirar y

es el ejemplo a seguir por el resto de la Unión. Por otra parte, el entusiasmo del canciller Helmut Kohl en este proyecto, a lo largo de su dilatado mandato, ha sido decisivo en el avance y la conformación del mismo. Desde su perspectiva, la UEM aseguraría el futuro del proyecto integrador europeo y sellaría el papel de Alemania dentro de una Unión con claros rasgos federalistas. Para los empresarios alemanes, la fijación de los tipos de cambio en Europa impediría lo que desde su punto de vista constituyen *devaluaciones competitivas* de los países *periféricos*, como Italia, España, Suecia, etc., que tienen como resultado restar capacidad exportadora a la industria germana. En realidad, esta industria sería la gran beneficiada por la creación de la moneda única, puesto que hasta ahora ha debido defender su competitividad contra la constante apreciación del marco de las últimas décadas.

La opinión pública alemana, sin embargo, muestra una fuerte reticencia al abandono del *deutschemark* y a la pérdida de poder del Bundesbank, el banco central alemán, que para muchos es el símbolo de la estabilidad y de la prosperidad de Alemania desde la Segunda Guerra Mundial. Además, hay que recordar que la aceptación del euro por parte de Alemania está sujeta a la aprobación del abandono del marco por parte del Parlamento alemán, según resolución de su Tribunal Constitucional.

Paradójicamente, Alemania no parece que pueda cumplir todos los criterios de convergencia para acceder a la moneda única. El país que más se ha distinguido y se distingue a la hora de exigir una economía saneada (Alemania fue la que impuso los dichos criterios de convergencia como requisito previo para pasar a la tercera fase de la UEM) no está en condiciones de mantener su deuda por debajo del 60% del PIB, como estipula Maastricht, debido a la costosa integración de los *länder* de la antigua República Democrática, entre otros factores, y existen dudas razonables de que en 1997 el déficit descienda por debajo del 3% del PIB. Pese a ello, el desvío del cumplimiento de los criterios de convergencia se registra en todos los países y, desde este punto de vista, la posición de la economía germana es aceptable.

...Francia...

Junto con el marco, en la primera velocidad de la unión monetaria deberá estar el franco francés. Una unión monetaria sin Francia sería políticamente inconcebible y la convertiría en una mera *zona marco*, a semejanza de lo sucedido con la *serpiente* de finales de los setenta. El desarrollo del proyecto comunitario ha descansado desde su inicio en el eje franco-alemán, y por tanto la marginación de la divisa gala en la futura UEM afectaría a su credibilidad y a su futuro. El franco tiene una larga experiencia de devaluaciones frente al marco, pero es cierto que a partir del fracaso de la experiencia del primer Gobierno socialista de F. Mitterrand, a principios de los ochenta, la orientación de la política económica francesa tomó un rumbo decididamente antiinflacionista, confirmando su apoyo y participación en el Sistema Monetario Europeo.

La ortodoxia de la política económica francesa en los últimos años ha permitido a la economía gala superar en algunos aspectos los resultados económicos alemanes, y está en condiciones de cumplir los criterios de convergencia en el año 1997. Francia se vería beneficiada por la UEM por el hecho de participar directamente en el diseño de la política monetaria, mientras que ahora debe limitarse a seguir el dictado del Bundesbank. Además, evitaría los efectos negativos que sobre la competitividad de sus productos tienen las devaluaciones de países como Italia o España.

...los pequeños virtuosos...

A continuación, en un segundo nivel, vendrían las monedas con una trayectoria más estable dentro del SME y con cotizaciones estrechamente vinculadas al marco alemán desde hace muchos años: franco belga, franco luxemburgués, florín holandés y chelín austríaco. Son divisas de economías pequeñas o medianas, muy abiertas al comercio intracomunitario y fuertemente dependientes del mercado alemán. Su grado de cumplimiento de los criterios de convergencia es, no obstante, muy dispar. El único Estado que presenta una plena observancia de los criterios es Luxemburgo, el país más

pequeño de la Unión. Con todo, el franco luxemburgués tiene su moneda asociada al franco belga mediante la Unión Belga-Luxemburguesa, y precisamente Bélgica presenta una deuda pública del 132% del PIB, el valor más alejado del máximo del 60% establecido por el Tratado.

Holanda es una economía que presenta un buen cumplimiento de los criterios de convergencia excepto por lo que se refiere al volumen acumulado de deuda pública, que alcanza el 79% del PIB. La situación presupuestaria de Austria es también delicada, ya que en 1996 sobrepasó los límites de déficit y deuda; el chelín austríaco participa en el mecanismo cambiario del SME desde enero de 1995, de manera que en enero de 1997 cumplió los dos años preceptivos para satisfacer el criterio de estabilidad cambiaria.

...los nórdicos reticentes...

En otro nivel se situaría un conjunto de países con diferentes grados de cumplimiento de los requisitos de convergencia y con diversos grados de voluntad de integración en la moneda única. El mejor situado en este grupo sería Irlanda. La libra irlandesa ha participado en el mecanismo de cambios del SME desde su creación, y su economía en los últimos años ha seguido una trayectoria brillante de crecimiento, con un gran esfuerzo para reducir el elevado volumen de deuda pública acumulado, pese a lo cual todavía sobrepasa ampliamente el valor de referencia.

En el otro extremo encontraríamos al Reino Unido y Dinamarca. El Reino Unido, por su parte, podría seguramente cumplir los criterios en 1997 (excepto el relativo a la estabilidad cambiaria), pero la oposición de la opinión pública británica a la pérdida de la libra esterlina, apoyada por la cláusula de excepción, llevan a pensar que este país no estará en el grupo inicial de la moneda única. En cuanto a Dinamarca, al firmar el Tratado notificó su decisión de no participar en la tercera fase de la UEM, de manera que no puede contarse con dicho país hasta que de acuerdo con sus normas constitucionales revoque dicha decisión.

Por lo que se refiere a los países escandinavos, Finlandia está en buena posición para el cumplimiento de los criterios de convergencia, pese a que el marco finlandés no se incorporó al mecanismo de cambios hasta octubre de 1996 y a que la opinión pública muestra reticencias para adoptar el euro. La resistencia ante la moneda única es mucho más fuerte en la opinión pública sueca, lo cual, combinado con un cumplimiento más bien bajo de los criterios de convergencia, lleva a pensar que Suecia no estará en el primer bloque.

...y los periféricos

El grupo más problemático está formado por las economías con monedas débiles. Su denominador común es que a menudo son objeto de ataques especulativos en situaciones de inestabilidad monetaria y que tienen un historial de devaluaciones, inflación y desequilibrios presupuestarios que actúa en su contra. Su inclusión en el euro, en primera instancia, despierta recelos por parte de los países más ortodoxos, que temen que integrar estas monedas debilitaría el nuevo signo monetario, y por eso pretenden que se integren en una fase posterior.

En el caso de España, sin embargo, es posible que el grado de cumplimiento de los requisitos de convergencia en 1997 sea superior al de otras economías mejor consideradas. Italia, por el contrario, no cumple ninguno de los criterios de convergencia y las perspectivas para 1997 apuntan hacia unos niveles de déficit y deuda excesivamente elevados. Portugal parece vinculado a lo que suceda con España, si bien su economía ha realizado progresos importantes en inflación y tipos de interés, y también en cuanto a control de desequilibrios públicos. Grecia, por último, se descarta totalmente del primer grupo de la moneda única.

En definitiva, si el proceso no se retrasa, se plantean fundamentalmente dos hipótesis. Una sería iniciar la zona euro integrando un núcleo selecto de monedas y tratando que, en un período relativamente corto (uno a tres años), como mínimo las tres economías grandes –Reino Unido, Italia y España– resuelvan sus problemas y se integren en un euro ya suficientemente con-

solidado. De esta forma, el euro conseguiría un grado de implantación y de desarrollo que le permitiría cumplir plenamente las funciones para las que ha sido concebido. La segunda hipótesis sería flexibilizar los criterios de convergencia, lo que permitiría aceptar un número amplio de países, es decir, todos aquellos que estuviesen dispuestos a integrarse en el euro desde el primer momento, de manera que sólo quedarían fuera los que se autoexcluyeran.

3.4. ¿Debe España entrar en la UEM?

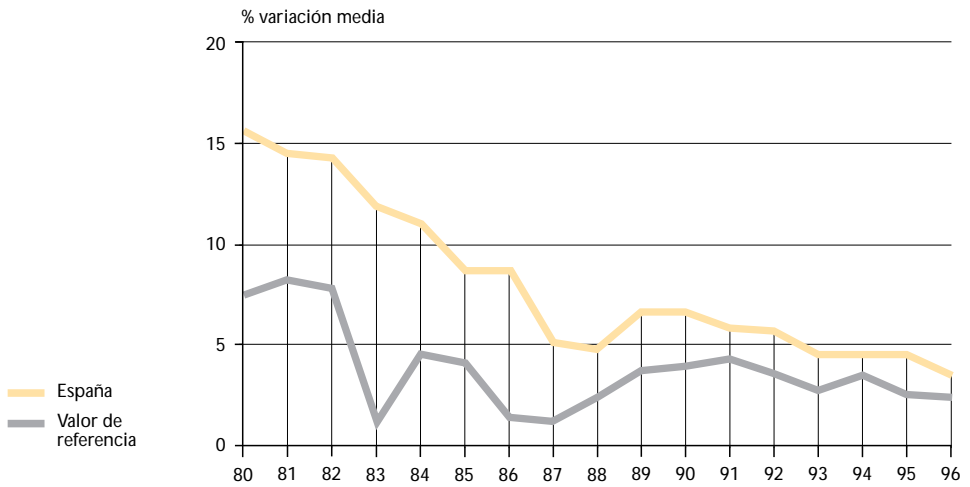
Desde las instancias oficiales, la participación de España en el primer grupo de países que accedan a la tercera fase de la UEM se considera uno de los objetivos primordiales de la política económica española. A pesar de su tardía entrada en la Europa comunitaria, la política seguida por nuestras autoridades desde 1986 ha estado siempre invariablemente orientada a apoyar el desarrollo del proyecto integrador, y en concreto de la moneda única. El acceso al área de la moneda única desde el primer momento a menudo se plantea como una cuestión de prestigio nacional, y se ha extendido la idea de que el no ser aceptado en la primera velocidad supone algo así como un fracaso colectivo, un *suspense* en nuestra vocación europea.

La voluntad de participar inmediatamente en la tercera fase de la UEM choca con la realidad de una economía que durante casi un siglo se ha desenvuelto en la autarquía o en un entorno de protección casi absoluta al comercio exterior, lo que la ha privado de unas estructuras empresariales y financieras sólidas, capaces de competir en una economía abierta y globalizada. De ahí que la pérdida de nuestro signo monetario, a menudo utilizado como escudo para contrarrestar la insuficiente competitividad externa, cree una comprensible preocupación en los ambientes económicos privados.

Para dilucidar en la medida de lo posible los términos del debate sobre la conveniencia o no de que España se integre sin más en la moneda única, cabe distinguir tres aspectos distintos de la cuestión. En primer lugar, ¿se halla la economía española en condiciones de superar los requisitos exi-

Gráfico 3.1

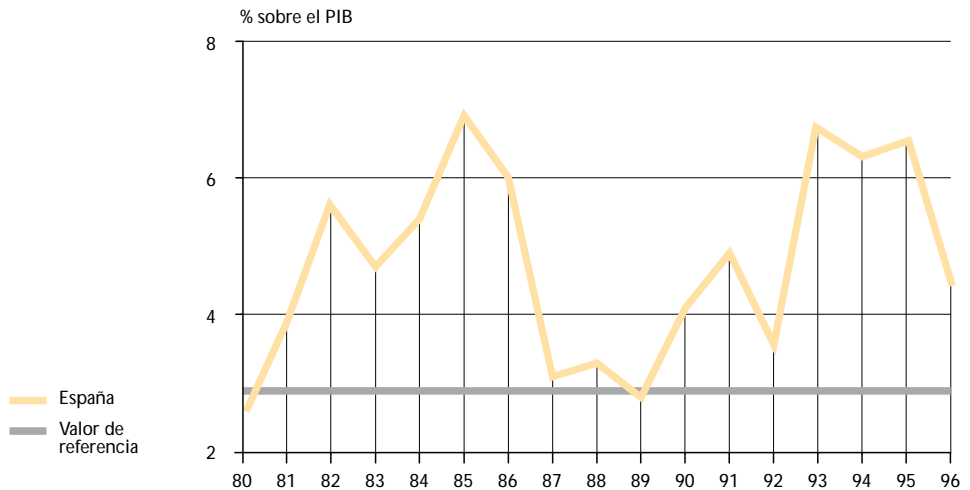
CONVERGENCIA ESPAÑOLA: INFLACIÓN



Fuente: Banco de España.

Gráfico 3.2

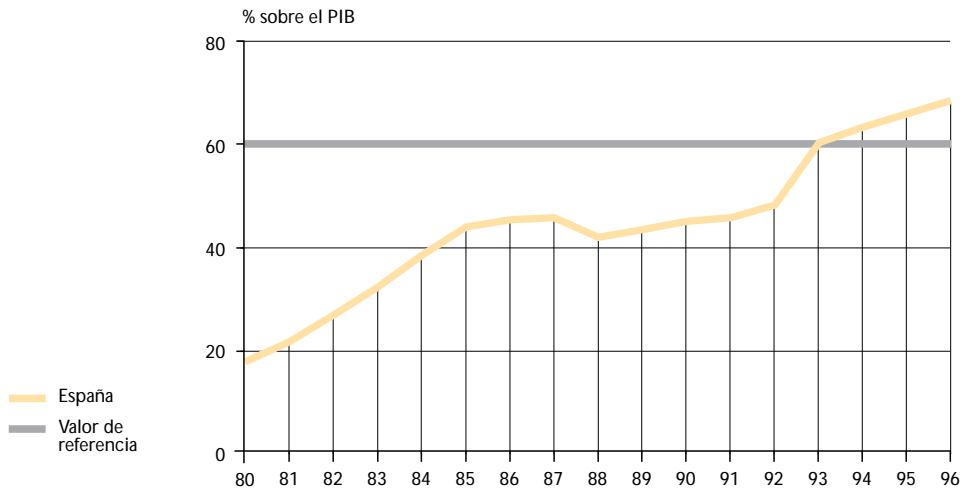
CONVERGENCIA ESPAÑOLA: DÉFICIT PÚBLICO



Fuente: Banco de España.

Gráfico 3.3

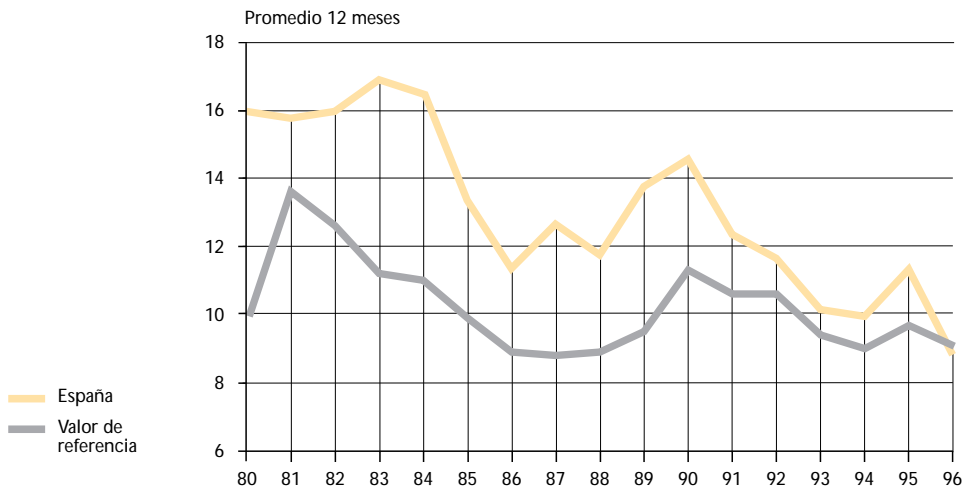
CONVERGENCIA ESPAÑOLA: DEUDA PÚBLICA



Fuente: Banco de España.

Gráfico 3.4

CONVERGENCIA ESPAÑOLA: TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO



Fuente: Banco de España.

gidos para acceder a la tercera fase de la UEM? En segundo lugar, ¿es razonable participar en la UEM? Por último, ¿hay alternativa?

La primera cuestión se refiere al cumplimiento de los criterios de convergencia. Se trata de un asunto en cierta medida formal, puesto que son unos parámetros elegidos sin una base económica consistente y que pretenden más que nada servir de barrera de entrada para aquellas economías que supuestamente pudieran poner en peligro la estabilidad del euro. Sin embargo, es la cuestión que habitualmente acapara la mayor atención e interés puesto que el Tratado establece como requisito ineludible para formar parte de la tercera fase de la UEM la satisfacción de dichos criterios.

En la actualidad, a principios de 1997, España cumple ya los criterios de tipos de interés y de tipos de cambio. En cuanto a inflación, la rápida mejora experimentada por el índice de precios de consumo, que en marzo había bajado hasta una tasa del 2,2%, hacen previsible que este criterio se cumpla también a lo largo de 1997. Por lo que se refiere a la estabilidad de las finanzas públicas, parece factible el cumplimiento de la previsión de un déficit público del 3% en 1997, que es el máximo exigible. La deuda pública, que en los últimos años ha experimentado un fuerte crecimiento y sobrepasa el límite máximo, podría reducirse levemente en el ejercicio actual, lo que podría interpretarse como un cumplimiento dentro de una interpretación flexible de los criterios.

Hay que tener en cuenta, en todo caso, que el Tratado habla de un cumplimiento *sostenible* de los criterios de convergencia. Es decir, no basta con cumplirlos en el momento del examen, sino que la economía analizada debe presentar garantías de que en los años siguientes al examen el grado de convergencia se mantendrá. Ello debe aplicarse exclusivamente al criterio de las finanzas públicas, puesto que la convergencia de inflación dentro del área monetaria común deja de ser relevante, los tipos de interés deben converger inevitablemente al quedar unificados los mercados monetarios y financieros, y el tipo de cambio nacional simplemente desaparece. En cuan-

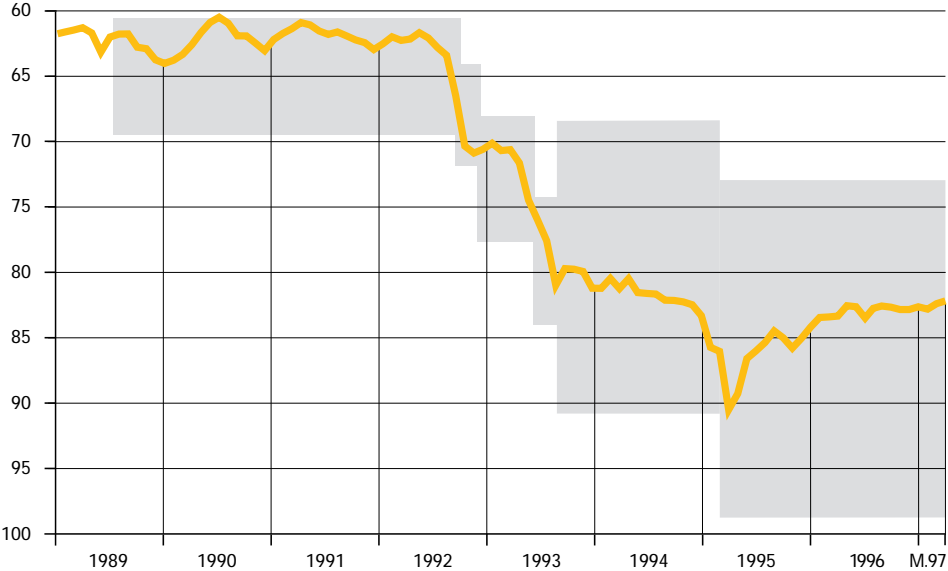
to a las finanzas públicas, el *procedimiento aplicable al déficit excesivo* establecido en el Tratado, concretado en un *Pacto de Estabilidad*,⁽¹⁾ forzará a las haciendas nacionales a no desviarse de los parámetros establecidos por el Consejo.

La economía española sin la peseta

Desde el punto de vista interno, sin embargo, tiene más relieve el preguntarse si la moneda única es una alternativa razonable para la economía española. Tal como se ha discutido en el apartado 1.2, las ventajas globales de la UEM puede que superen sus inconvenientes, pero a nivel de país individual el resultado de la implantación de la moneda única estará en función

Gráfico 3.5

LA PESETA EN EL MECANISMO CAMBIARIO DEL SME
 Pesetas por marco alemán; escala invertida



Nota: La banda tramada corresponde al margen de fluctuación permitido respecto al marco.
 Fuente: Servicio de Estudios de "la Caixa".

(1) Ver apartado 3.6.

de su grado de flexibilidad y capacidad de adaptación a los cambios en las condiciones de competitividad externas e internas. De otra forma, corre el riesgo de marginarse de la corriente central de desarrollo, afrontar una situación de crisis interna y, en definitiva, salir perjudicada de la experiencia monetaria.

¿Es la española una economía capaz de enfrentarse a la competencia internacional sin la muleta de la política cambiaria e inscribiéndose en un área monetaria fuerte? Hasta ahora, la evidencia muestra más bien lo contrario. La historia de la peseta está jalonada de devaluaciones frente a las monedas europeas, como reflejo de una economía con mayores desequilibrios y con una competitividad inferior. Ello, sin embargo, no ha impedido un importante avance en términos de desarrollo económico y de acercamiento a la renta media de la Comunidad.

La base competitiva de la economía española y la experiencia de la actuación de los agentes sociales no da suficientes garantías de que en un modelo de ausencia de gestión de la política de cambio la respuesta sea la adecuada. La economía española se confinó en un entorno autárquico en el momento del renacimiento de la economía y de las empresas europeas tras la Segunda Guerra Mundial. Con la apertura de los años sesenta, se optó por un modelo de industrialización acelerado, basado en el capital público y en la inversión extranjera, pero con un elevado grado de protección comercial frente al exterior. La apertura a la Comunidad a mediados de los ochenta puso de manifiesto el cúmulo de insuficiencias que afectan a la economía productiva: débil base financiera, tecnológica y comercial, elevado grado de regulación administrativa, rigidez del mercado laboral, etc. Las mayores empresas españolas son o bien de capital público o de capital extranjero. Las corporaciones con capital autóctono de mayor tamaño pertenecen o a sectores regulados (electricidad, telecomunicaciones) o a sectores de tecnología baja (construcción, distribución). Es verdad que existe un tramado de pequeñas y medianas empresas con un grado de internacionalización admirable, capaces de competir a nivel mundial. Pero en conjunto, la economía

española, pese a su importante peso dentro de la economía europea, muestra un nivel de dependencia, productividad y competitividad que la sitúan en un modesto segundo orden.

La capacidad de ajuste de la economía española tampoco ofrece garantías frente a un proceso de pérdida de las competencias monetarias. Pese al esfuerzo liberalizador de los últimos años, son patentes las rigideces en el mercado de trabajo y la insuficiente competencia en sectores económicos clave. Además, existen fuertes resistencias a la hora de dar nuevos pasos en el proceso liberalizador.

Si bien es cierto que la economía española se ha acomodado excesivamente a un modelo de ajuste a la baja de la peseta y que el mismo tiene unos costes en términos de estabilidad macroeconómica que no son despreciables, este esquema ha permitido salvar muchas de las deficiencias crónicas citadas, y su eliminación es una decisión de importancia capital. No debe olvidarse que uno de los principales argumentos que se están utilizando en Alemania y Francia para hacer digerible la UEM a su opinión pública es que la misma impedirá que los países con monedas débiles (léase Italia o España) compitan en sus mercados gracias a unos niveles de precios bajos que son consecuencia de la tendencia de las respectivas monedas a la depreciación.

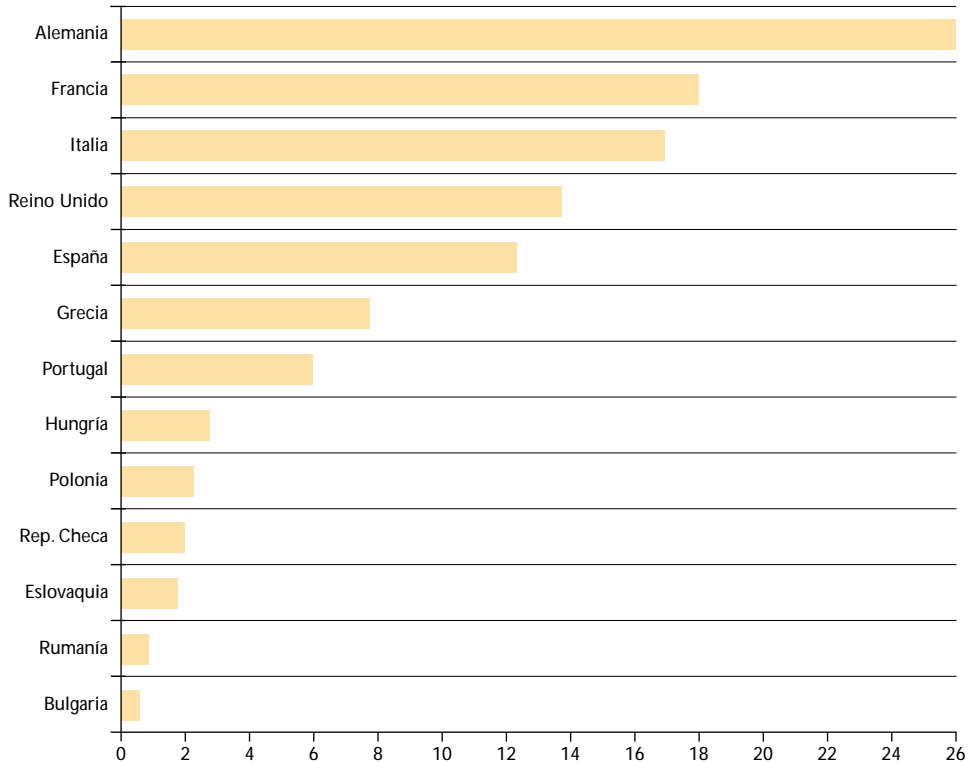
En suma, es inevitable experimentar un cierto escepticismo ante la capacidad de supervivencia de una economía española desprovista del arma del tipo de cambio, por más que se reconozca que el recurso a la devaluación es un mal remedio a la incapacidad de adaptarse a las condiciones globales de la economía actual.

Y ello nos lleva al tercer interrogante ¿Hay alternativa a la UEM? La respuesta es que no, puesto que el Tratado no otorga a España una cláusula de excepción al estilo de las del Reino Unido o Dinamarca. España está abocada a formar parte, tarde o temprano, de la moneda única, porque así está estipulado en el Tratado de Maastricht.

Gráfico 3.6

COSTES LABORALES EN EUROPA

Dólares por hora trabajada en la industria manufacturera, 1994



Fuente: Institut der deutschen Wirtschaft, IWD.

¿Convendría a la economía española una cláusula de excepción? Aunque la pregunta no case con lo dispuesto por el Tratado, puede ser ilustrativo interrogarse sobre los efectos de una hipotética automarginación de la tercera fase de la UEM. Una primera constatación es que las excepciones concedidas al Reino Unido y a Dinamarca no se fraguaron por razones económicas sino políticas. En el primer caso, la resistencia a la pérdida de la identidad británica que determinados sectores asocian a la pertenencia a la

UE se polariza hacia la negativa a la disolución de la libra esterlina, símbolo nacional, en el euro. En el segundo caso, la renuncia expresa a integrarse en la moneda única fue una de las concesiones otorgadas a los euroescépticos daneses para conseguir que el segundo referéndum de ratificación del Tratado resultara afirmativo.

Una segunda consideración es que la política seguida fuera de la zona monetaria única no diferiría sustancialmente de la aplicada dentro de la tercera fase de la UEM. La coordinación de las políticas económicas exigirá, tanto a los países pertenecientes al euro como al resto, comportamientos ortodoxos en materia de gasto público y políticas de flexibilización y liberalización de los mercados. La política monetaria del BCE condicionará la política monetaria de los países miembros no participantes en la moneda única. Es decir, las políticas aplicadas no podrán apenas diferir de las que marquen los Estados centrales sin correr el riesgo de una peligrosa pérdida de confianza por parte de los inversores exteriores.

La última consideración es que la emulación de las políticas seguidas por el BCE y por los países participantes no garantiza a los países excluidos los mismos resultados, en términos de estabilidad macroeconómica. Será inevitable la existencia de unos tipos de interés superiores a los de la moneda única, debido al riesgo de cambio y a la prima de liquidez. Estaremos más expuestos a los efectos de una eventual crisis monetaria o cambiaria. Pueden repetirse períodos de sobrevaloración de la peseta, por diversos motivos. La participación en los órganos decisorios del BCE, que se constituirá como el eje central de la política económica, no sólo monetaria, de la Unión, estará vedada.

En definitiva, la economía española se halla ante una de las encrucijadas más importantes de la historia reciente. Un desafío incluso superior al que supuso el Plan de Estabilización de 1959 o la entrada en la Comunidad Europea en 1986. Un reto ante el que no hay alternativa válida y para el que hay que prepararse y mentalizarse de forma colectiva, pues el éxito o el fra-

caso dependerán única y exclusivamente de la propia capacidad de adaptarse a la nueva situación.

3.5. ¿Qué pasará con los países que queden fuera?

El Tratado de la Unión Europea estipula que al inicio de la tercera fase de la UEM los Estados que no cumplan las condiciones exigidas para formar parte del área monetaria común (es decir, los criterios de convergencia) quedarán al margen de los derechos y obligaciones de la misma. Es decir, no participarán en los órganos de gobierno del Banco Central Europeo, ⁽¹⁾ no estarán sujetos a las disposiciones de la política monetaria común y no les será de aplicación el procedimiento aplicable en caso de déficit público excesivo. Por tanto, los *Estados miembros acogidos a una excepción*, como los denomina el Tratado, mantendrán plenas competencias sobre su política monetaria y cambiaria y no tendrán más obligaciones que las correspondientes a la segunda fase de la UEM, si bien deberán tener en cuenta, tal como establece el Tratado, que la política monetaria y cambiaria que apliquen se considera una *cuestión de interés común*.

Una vez cada dos años, como mínimo, o a petición de cualquier Estado miembro acogido a una excepción, el Consejo examinará la situación del o de los Estados marginados y, siguiendo el mismo procedimiento que en la primera evaluación, decidirá si se cumplen las condiciones requeridas. Si el examen es positivo el o los Estados en cuestión entrarán a formar parte de pleno derecho de la zona monetaria común. De este esquema quedan excluidos el Reino Unido y Dinamarca, por las cláusulas de excepción que les son aplicables.

El Tratado permite así la formación de la unión monetaria a dos velocidades: los Estados virtuosos formarían el núcleo inicial de la zona monetaria común (Estados *in*) mientras que el resto (Estados *out* o *pre-in*) manten-

(1) Con todo, existirá una conexión entre los gobernadores de los bancos centrales excluidos y el BCE, a través del Consejo General de éste, como se describe en el apartado 3.8.

dría el mismo estatuto actual hasta conseguir cumplir los criterios de convergencia.

Con todo, se prevé un seguimiento estrecho de la evolución económica de los Estados excluidos, ya que deberán garantizarse tres cuestiones: primero, que las fluctuaciones de los tipos de cambio entre el euro y los no participantes no distorsionen el mercado interior; segunda, que los países excluidos en primera instancia no vean endurecidas las condiciones de entrada a la tercera fase; y, tercera, que continúen sus esfuerzos de convergencia con el apoyo necesario de los países euro. En este sentido, a los excluidos se les exigirá que presenten *programas de convergencia* –pluri-anales y actualizables cada año– que contengan las principales tendencias económicas y, sobre todo, especifiquen sus objetivos presupuestarios a medio plazo, junto con las medidas de ajuste del déficit y deuda públicas.

El actual mecanismo de cambios e intervención del SME será revisado para adaptarlo a la nueva situación creada por la existencia del euro y del Banco Central Europeo. Habrá que determinar los términos de las relaciones entre el euro y las monedas excluidas, las bandas de fluctuación admitidas entre el euro y las monedas excluidas y el compromiso de intervención del BCE a favor de las monedas no participantes. A diferencia del actual mecanismo de cambios, que se fundamenta en los cambios cruzados de las monedas participantes, el *MC12* se basará en los tipos de cambio centrales definidos respecto al euro. Si el mecanismo de cambios actual representa una parrilla de paridades, al entrecruzarse todas entre sí, el nuevo mecanismo se compondrá de un núcleo central, el euro, a partir del cual se determinarán, de forma radial, los cambios respecto a las moneda excluidas.

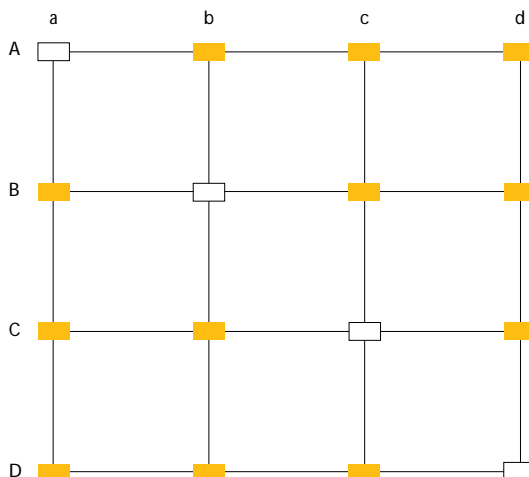
La participación en el nuevo mecanismo de cambios será voluntaria, como ahora, aunque hay que recordar que la pertenencia al mismo sin sufrir devaluaciones durante dos años seguirá siendo una de las condiciones para acceder a la moneda única. La banda de fluctuación entre cada una de las monedas excluidas y el euro será suficientemente amplia como para evitar

Esquema 3.1

MECANISMO DE CAMBIOS DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

SITUACIÓN ACTUAL

"Parrilla" de paridades
En cada mercado de cambios (A, B, C, D), las paridades de las monedas participantes (a, b, c, d) respecto a la nacional deben respetar las bandas declaradas.



MECANISMO PROPUESTO

El euro, ancla del sistema
Las paridades de las monedas excluidas (a, b, c, d) se definirán en función del cambio respecto al euro.



cualquier rigidez, aunque a voluntad del país en cuestión, y en la medida en que éste avance en la convergencia, los márgenes se podrán reducir. El apoyo del Banco Central Europeo al mantenimiento de las bandas será, en principio, ilimitado, aunque el BCE se reservará el derecho de actuar si las intervenciones pueden poner en peligro su propia política monetaria.

En cualquier caso, como se ha apuntado en el apartado anterior, los países excluidos tendrán un muy escaso margen para desarrollar una política económica distinta de la de los países de la primera velocidad. La estrecha supervisión que ejercerá el Consejo sobre las políticas económicas, uni-

da a los condicionantes que supondrá la política monetaria del BCE, impedirán cualquier veleidad.

Además, los Estados excluidos no se beneficiarán de la cobertura que proporcionará la moneda única y posiblemente deban hacer frente a una salida de capitales provocada por la atracción que ejercerá el euro o las monedas participantes, al percibirse éstas como monedas fuertes y estables y, por tanto, con tendencia a apreciarse respecto a la moneda nacional excluida. Sus tipos de interés serán más elevados por este fenómeno, por el riesgo de cambio y por la prima de liquidez, lo que constituirá un handicap para la financiación del déficit público y para los costes financieros de las empresas. Si no presentan unos resultados económicos mucho mejores que los del núcleo inicial, los excluidos estarán más expuestos a los efectos de una crisis monetaria o financiera internacional. Los tipos a largo plazo sufrirán una mayor volatilidad, producto de las cambiantes expectativas sobre sus posibilidades de acceder finalmente a la moneda única.

3.6. ¿Qué es el Pacto de Estabilidad?

El Consejo de Dublín, en diciembre de 1996, aprobó las líneas generales del llamado Pacto de Estabilidad y Crecimiento, una propuesta alemana que levantó muchas reticencias y que trata de reforzar la disciplina presupuestaria de los Estados miembros que accedan a la tercera fase de la UEM. Se basa en el *procedimiento aplicable en caso de déficit público excesivo*,⁽¹⁾ tratándolo de hacer más estricto y penalizador. El temor de Alemania es que la simple aplicación del mecanismo citado no fuera suficientemente ágil y eficaz para disciplinar la actuación presupuestaria de los Estados participantes, de manera que éstos podrían experimentar desviaciones en sus déficit públicos que pondrían en peligro la estabilidad del euro. Ciertamente, esta estabilidad dependerá en gran medida de la ortodoxia de las finanzas

(1) Ver páginas 53 y 54.

públicas, ya que la política monetaria desarrollada por el BCE no puede garantizarla por sí sola. Además, si no se mantuviera esta ortodoxia podría suceder, paradójicamente, que a los países excluidos se les exigiría un cumplimiento estricto de los criterios de convergencia en las finanzas públicas, mientras que los países del euro podrían relajar su esfuerzo.

Según el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los Estados participantes en la tercera fase se comprometen a alcanzar a medio plazo una situación presupuestaria cercana al equilibrio o incluso con superávit. Esto permitirá que en las fases bajas del ciclo económico no se supere el valor de referencia del déficit del 3% del PIB. Los Estados presentarán *programas de estabilidad*, al estilo de los *programas de convergencia* que deberán presentar los Estados excluidos, como se ha comentado en el apartado anterior, de manera que habrá un seguimiento continuado y estrecho de la evolución económica y presupuestaria de los participantes.

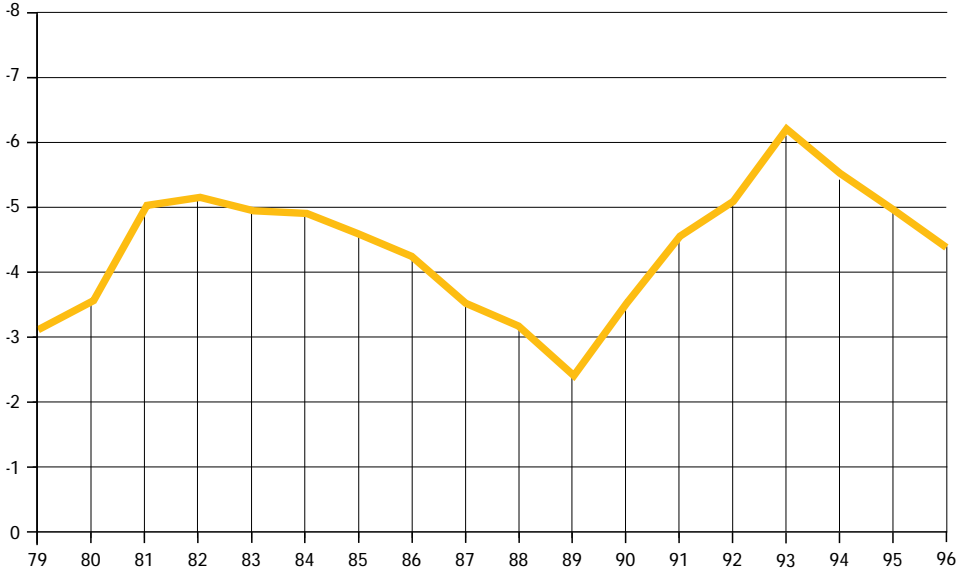
En caso de que, pese a todo, un Estado supere el límite del 3% del PIB en el déficit público, el Pacto, que se instrumentará en el correspondiente reglamento comunitario, precisa, aclara y agiliza lo dispuesto en el *procedimiento aplicable en caso de déficit público excesivo*. En primer lugar, concreta que para poner en marcha el proceso el desvío no debe ser resultado de circunstancias excepcionales o de acontecimientos inusuales que escapen al control de los Estados. Como norma general, se considerará circunstancia excepcional una caída del PIB real de por lo menos el 2%. Si la caída es de por lo menos el 0,75%, el Consejo deberá evaluar si la recesión es grave y, por tanto, si representa una circunstancia excepcional.

Una vez descartados los factores excepcionales, el Consejo podrá imponer sanciones al Estado incumplidor que consistirán en un depósito cuya cuantía será la suma de dos componentes: uno fijo, que ascenderá al 0,2% del PIB; y uno variable, que equivaldrá a la décima parte de lo que el déficit exceda del 3% del PIB. En todo caso, dicho depósito no podrá exceder el 0,5% del PIB. El procedimiento se suspenderá en el momento en que el Estado infractor adopte y aplique las medidas correctivas adecuadas. Pero

si al cabo de dos años el déficit sigue siendo excesivo, el depósito se convertirá en multa, es decir, el Estado no podrá recuperarlo.

Gráfico 3.7

DÉFICIT PÚBLICO AGREGADO DE LA UNIÓN EUROPEA
En porcentaje del PIB



Fuente: Comisión Europea.

Se trata ciertamente de una propuesta ambiciosa, puesto que el desequilibrio del presupuesto público se ha instaurado casi como una norma en las economías europeas desde los años sesenta. El comportamiento varía según países: algunos se hallan instalados permanentemente en altos niveles de déficit desde mediados de los años setenta, como Bélgica, Grecia, España, Italia, Holanda, Austria y Portugal; otros presentan un nivel más moderado, como Francia e Irlanda en los últimos años; otros alcanzan eventualmente un superávit en coyunturas muy favorables, como Alemania, Suecia o Reino Unido. Únicamente Luxemburgo registra superávit año tras año. El objetivo de un presupuesto equilibrado o con desviaciones mínimas, inexcusable desde el punto de vista monetario, supone modificar profundamente estos hábitos y no será por tanto fácil de alcanzar.

3.7. ¿Es posible renunciar a la UEM?

El Tratado de Maastricht establece los pasos necesarios y el calendario para el acceso a la tercera fase de la UEM. Se trata de una política común, un proyecto que implica a todos los Estados miembros y del que únicamente pueden desvincularse, por razón de su estatuto especial en este punto, el Reino Unido y Dinamarca. El Tratado acepta que el paso a la moneda única se dé a varias velocidades, es decir, que no todos los países lo den a la vez. Pero se entiende que los Estados no participantes realizan los máximos esfuerzos posibles para cumplir las condiciones de acceso y que tarde o temprano todos los países de la Unión participarán plenamente en la política monetaria y económica común.

Por tanto, no hay vuelta de hoja. La UEM es una de las políticas comunes de la Unión, como lo son la agrícola, la comercial, la de competencia o las normas que rigen el mercado interior. Ningún país, salvo las excepciones citadas, puede soslayar su acceso al euro. Una vez dentro de la zona monetaria común, ningún Estado miembro puede desvincularse de la misma. El paso de la peseta al euro, en su momento, será irreversible. Únicamente una debacle monetaria, una profunda modificación del Tratado o el abandono de España de la Unión permitirían recuperar la autonomía en la política monetaria.

3.8. ¿Qué sucederá en la segunda mitad de 1998?

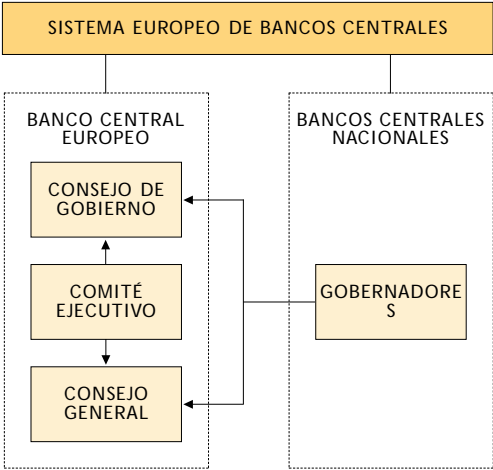
A partir del momento, a principios o mediados de 1998, en que el Consejo decida qué países acceden a la moneda única y confirme el inicio de la tercera fase el 1 de enero de 1999, se iniciarán los preparativos definitivos para hacer efectivo el inicio de la UEM en la fecha prevista.

Los Estados miembros escogidos decidirán la composición del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, para el que se elegirá a personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios de los países que entren en la moneda única. Este Comité Ejecutivo estará compuesto por el presidente del BCE, el vicepresidente y

hasta 4 miembros (dos como mínimo si hay países acogidos a excepción). Tras ello, el Instituto Monetario Europeo desaparecerá y quedarán constituidos el BCE y el Sistema Europeo de Bancos Centrales, cuyo Consejo de Gobierno estará formado por el Comité Ejecutivo del BCE y los gobernadores de los bancos centrales de los Estados participantes. Dentro del BCE se formará un tercer órgano rector –después del Consejo de Gobierno y del Comité Ejecutivo– que será el Consejo General, cuyas funciones son consultivas y transitorias en la medida en que existan Estados acogidos a excepción; este Consejo estará formado por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales. BCE y SEBC, en colaboración con los sistemas financieros de los respectivos países, empezarán a tomar las decisiones pertinentes en cuanto a mecanismos, reglamentos y prácticas que hagan posible la política monetaria única en euros a partir del 1 de enero de 1999.

Esquema 3.2

LA AUTORIDAD MONETARIA AL INICIO DE LA TERCERA FASE



En el momento que se sepa qué países entran a formar parte de la zona euro se empezarán a fabricar billetes y a acuñar monedas en la nueva moneda europea. Las Casas de Moneda de los respectivos países se pondrán en marcha para afrontar el reto de tener a punto los miles de millones de billetes y monedas que a partir de 2002, o antes si así se decide, deberán distribuirse para sustituir a las monedas nacionales. El BCE, el Consejo y los Estados miembros fijarán la fecha definitiva de la introducción de estos billetes y moneda en euros. El marco legal necesario para la introducción del euro, así como el estatuto jurídico de la moneda única, estarán ya aprobados y deberán implantarse en los países participantes, modificando en lo que haga falta la legislación vigente en cada país.

Un aspecto que está rodeado de incertidumbre es el riesgo que comportará para las monedas participantes y no participantes el período que va de la determinación de los Estados participantes, a principios o mediados de 1998, a la fijación de los *tipos de conversión*, el 1 de enero de 1999. Como la fijación irreversible de los cambios no se efectuará hasta esta última fecha, en el intervalo las monedas pueden verse sujetas a tensiones imprevisibles. La reacción de los mercados monetarios y financieros a la decisión del Consejo podría consistir en movimientos especulativos, provocando distorsiones sensibles en los tipos de cambio que podrían complicar el paso al euro.

La fuente de inestabilidad más importante puede ser la tendencia de los inversores a convertir sus activos en monedas débiles a las monedas elegidas para la tercera fase, en el supuesto de que el núcleo inicial del euro lo compongan Alemania, Francia y algunos países más con moneda estable. En esta hipótesis, los inversores contemplarán a las futuras monedas-euro como más estables que las que se hayan quedado fuera, cuya trayectoria a corto o medio plazo respecto al euro sólo puede ser a la baja. La consecuencia lógica de un movimiento de este tipo sería un aumento de los tipos de interés de los activos denominados en monedas excluidas, con el consiguiente perjuicio para los países afectados. Este fenómeno puede producirse incluso antes de 1998 si los mercados anticipan el resultado de la decisión del Consejo.

Cabe adelantar una segunda hipótesis, en el caso de que el Consejo decidiera admitir en el primer bloque del euro a la mayor parte de las monedas. Un escenario de este tipo podría generar desconfianza respecto a la futura estabilidad y fortaleza del euro, provocando una salida de capitales de países con moneda fuerte (alemanes, principalmente) hacia monedas refugio como el franco suizo o el dólar.

Por otra parte, los mercados podrían poner a prueba la credibilidad de la decisión de pasar a la tercera fase si no están convencidos de la completa sustituibilidad de las monedas participantes, cosa que se puede agravar si se producen fluctuaciones importantes del dólar. La futura fijación de los tipos de conversión también podría provocar movimientos especulativos en los mercados, que probablemente estarán atentos a cualquier indicio para posicionarse adecuadamente. La inestabilidad podría también venir de perturbaciones en los mercados de cambios de los Estados miembros excluidos, que indirectamente afectarán a las monedas participantes.

Hay que destacar, en cualquier caso, que la posibilidad de perturbaciones monetarias no es ni mucho menos inevitable, y que su trascendencia sobre los mercados monetarios y financieros puede llegar a ser mínima. Las hipótesis descritas pretenden únicamente apuntar los grandes trazos de un fenómeno muy complejo sobre el que no existen precedentes. Es perfectamente posible que una clara voluntad política de impulsar el proceso transitorio, una coordinación coherente de las economías y la clarificación de los múltiples aspectos hoy todavía pendientes consigan afianzar un tránsito a la moneda única tranquilo y estable.

3.9. ¿Cuáles serán los tipos de conversión?

En el momento en que se inicie la tercera fase de la UEM, es decir, el 1 de enero de 1999, el Tratado establece que el Consejo de ministros de Economía y Finanzas decidirá, por unanimidad de los Estados escogidos para pasar a la moneda única, los *tipos de conversión* a los que quedarán irrevoc-

cablemente fijadas las monedas respectivas de los Estados miembros y el tipo irrevocablemente fijo al cual el euro sustituirá a dichas monedas. En ese momento, el ecu-cesta oficial de la Comunidad Europea pasará a ser denominado euro y se convertirá en una moneda de pleno derecho, con el respaldo de un banco emisor (el BCE) y con una sola política monetaria.

Los tipos de conversión se adoptarán en forma de euro expresado en términos de cada una de las monedas nacionales de los Estados participantes. Se compondrán de seis cifras significativas, incluidos los decimales. Por ejemplo:

1 euro = XXX,XXX pesetas

1 euro = X,XXXXX marcos alemanes

A efectos legales, los tipos de conversión se deberán utilizar con todas las cifras significativas, de manera que no se podrán redondear ni truncar. Tampoco podrán utilizarse para el cálculo los tipos de conversión inversos. El *procedimiento legal* para pasar de una moneda a otra será, primero, convertir las cantidades a euros, y, de ahí, transformarlas en la segunda moneda. Así, para convertir un importe de una moneda A a otra B deberá dividirse dicho importe por el tipo de conversión de A frente al euro y, a continuación, multiplicar el resultado por el tipo de conversión frente al euro de B. El resultado de estas operaciones, cuando se trate de pesetas, no presentará decimales. Los importes en euros, en cambio, se expresarán con dos decimales, que se denominarán *cents*, según el término oficial, o céntimos. Los redondeos se harán, por exceso o por defecto, al decimal más próximo, y en caso de que la última cifra de la cantidad obtenida sea exactamente un 5, se redondeará por exceso. En todo caso, se respetarán las prácticas nacionales.

La única condición que el Tratado exige a la hora de fijar los tipos de conversión es que no modifiquen el valor externo del ecu/euro. Es decir, que el valor del euro en el instante posterior a la conversión sea exactamente el mismo que el del ecu-moneda cesta en el instante anterior. Ello hace muy difí-

cil que los tipos de conversión se alejen excesivamente de los tipos de cambio de finales de 1998, bien a cambios de mercado, bien los tipos bilaterales oficiales definidos en el mecanismo de cambios del SME. Otro impedimento para alejarse de los tipos de cambio de mercado es que se deberá tener en cuenta la posición de los Estados no participantes, puesto que en el mismo momento en que dé comienzo la tercera fase entrará en vigor, lógicamente, el nuevo Sistema Monetario Europeo, que vinculará el euro a las monedas excluidas.

En cuanto al momento en que el Consejo anunciará su decisión, el Tratado deja muy claro que será cuando se inicie la tercera fase. Hay que señalar que algunas propuestas abogan por un anuncio anticipado de los tipos de conversión, a fin de evitar una posible inestabilidad cambiaria. Sin embargo, en este caso los bancos centrales correrían el riesgo de encontrarse con dificultades para cumplir con la condición del valor del ecu/euro, en caso de movimientos especulativos que cuestionaran los tipos anunciados. Lo que sí podría adelantar el Consejo es el método de cálculo de los tipos de conversión (cambios del día anterior, paridades oficiales, cambios medios de la semana anterior, etc.), a fin de despejar la incertidumbre en los mercados financieros.

Todo este planteamiento acrecienta el riesgo ya citado anteriormente de que en el período que va de principios de 1998, cuando se decida qué países formarán parte de la moneda única, al 1 de enero de 1999, se desaten presiones especulativas en los mercados que distorsionen los tipos de cambio y obliguen a algún país a integrarse en el euro a un tipo no deseado. La no operatividad del BCE y del SEBC en estos meses impedirá dar la cobertura precisa a las monedas cuyos cambios se desvíen de la senda definida por sus variables económicas, a no ser que la coordinación monetaria y cambiaria sea muy estrecha y se consiga contrarrestar así los eventuales focos de desestabilización.

3.10. ¿Ecu? ¿Euro?

Al iniciarse la tercera fase de la UEM, el actual ecu pasará a denominarse euro, dejará de ser la moneda-cesta de la Comunidad Europea y se convertirá en la moneda única de la UEM. De hecho, en el Tratado se utiliza la denominación ecu para la moneda única, pero según la interpretación del Consejo Europeo de Madrid de diciembre de 1995, ecu es una expresión genérica, mientras que el término euro es el nombre propio que recibirá la moneda única en el momento en que se inicie la tercera fase. En definitiva, ecu y euro son sinónimos, y por tanto todos los contratos o valores que estén denominados en ecus se convertirán a euros al tipo de cambio de 1 por 1, salvo cláusula en contrario del contrato.

Ecu es el nombre que se impuso a la unidad monetaria del Sistema Monetario Europeo cuando éste fue creado a finales de los años setenta. En aquel momento ya hubo dificultades para hallar una denominación que fuera aceptada por los nueve Estados miembros, tanto por razones de pronunciación en los distintos idiomas oficiales como por el significado del nombre en sí. El acuerdo final satisfizo a las partes porque ecu, en francés, recordaba a una antigua moneda gala, el *écu* (escudo); al mismo tiempo, era el acrónimo de *unidad monetaria europea* en inglés, o European Currency Unit.

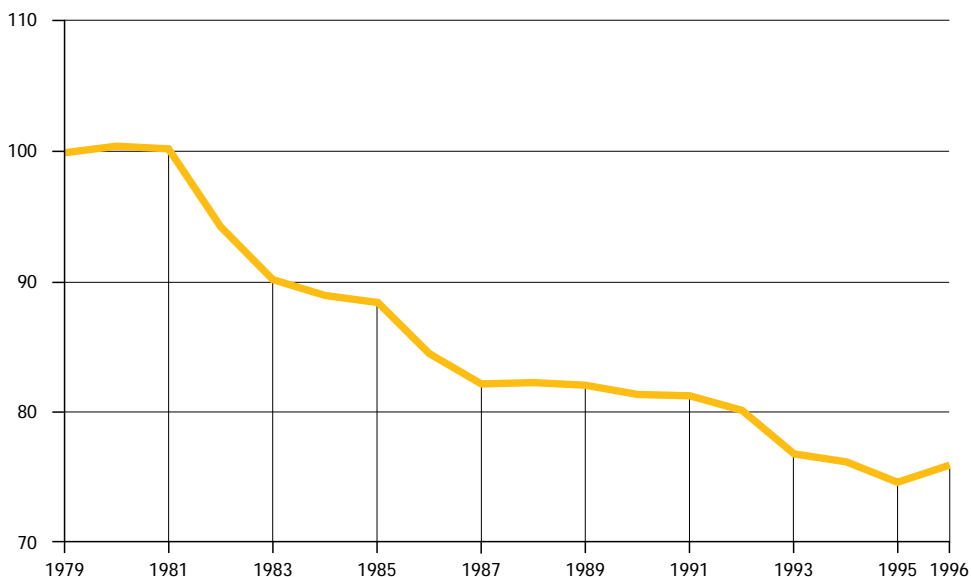
El nombre de ecu, sin embargo, no satisfacía a los alemanes. Ante el futuro paso a la moneda única, y aparte de las razones puramente idiomáticas, las autoridades germanas no se sentían cómodas al tener que explicar a la opinión pública que se trataba de sustituir al sólido y seguro *deutsche-mark* por el ecu, una moneda que desde la creación del SME ha perdido alrededor del 25% de su valor contra el marco. Se trataba, pues, de encontrar una nueva denominación para el ecu. El nombre de euro se consideró el más adecuado fonéticamente, puesto que es pronunciable en todas las lenguas oficiales de la UE, es simple y simboliza a Europa. Euro es un nombre completo y no un prefijo que se antepone a los nombres de las monedas nacio-

nales (europeseta, euromarco...), tal como establecían ciertas propuestas defendidas en el Consejo de Madrid.

Gráfico 3.8

DEPRECIACIÓN DEL ECU RESPECTO AL MARCO ALEMÁN

Cambio marco/ecu = 100 en 1979



Fuente: OCDE y elaboración propia.

El nombre de euro, sin embargo, no es demasiado afortunado, ya que dará lugar a confusiones. Hasta ahora, el término euro se ha venido utilizando como prefijo para los mercados, instrumentos o divisas en las operaciones financieras *off-shore*, es decir, fuera de los mercados domésticos. El origen del mismo fueron los dólares depositados en bancos europeos, que a partir de los años cincuenta experimentaron un acusado crecimiento y que por ello recibieron la denominación de *eurodólares*. El atractivo de los mismos era que dichos depósitos no debían cumplir las regulaciones bancarias que afectaban a la moneda nacional y esto les permitía diferenciarse ventajosamente de los depósitos domésticos. Poco a poco se fue extendiendo la

negociación, utilizándose nuevas divisas (euroyenes, euromarcos, europesetas, etc.) y nuevos instrumentos (eurobonos, europapel comercial, etc.). Los euromercados, en definitiva, son aquéllos en los que se negocian instrumentos en divisas distintas de las del país del emisor, habiendo perdido ya totalmente la connotación geográfica europea que tuvieron en su origen.

3.11. ¿Qué sucederá el 1 de enero de 1999?

El 1 de enero de 1999 es la fecha prevista de inicio de la tercera fase de la UEM, si no se modifica el calendario previsto. Se abrirá entonces un período transitorio que finalizará, como más tarde, el 31 de diciembre de 2001.

Con todo el bagaje legal y jurídico puesto a punto en los meses previos, el primer día de 1999 los países elegidos fijarán de forma definitiva e irrevocable sus tipos de cambio respecto al euro. Los tipos de cambio pasarán a ser *tipos de conversión*. Pero de momento, la moneda nacional no desaparecerá; seguirá siendo de curso legal en su respectivo territorio nacional hasta como máximo junio de 2002. Estos tres años de transición, en los que el euro tendrá un uso muy limitado, es un período notablemente prolongado, ya que hubiera sido preferible un paso rápido a la moneda única, una especie de *big bang* monetario. El propio Tratado establece una transición *rápida* a la moneda única. La justificación aducida para esta prolongación de la fase transitoria es fundamentalmente de carácter técnico: la imposibilidad de fabricar en menos de tres años papel moneda en euros, además de la necesidad de dar tiempo a bancos, empresas y administraciones públicas a preparar adecuadamente los sistemas de información y gestión relacionados con el euro.

Por tanto, en la vida cotidiana de los ciudadanos el cambio apenas se notará porque la nueva moneda, el euro, no se encontrará todavía en forma de billetes de banco o de moneda metálica. Pero el euro se podrá utilizar en cualquier transacción que no requiera manejar efectivo. Por ejemplo, se podrá utilizar como referencia contable en las relaciones contractuales. Es

decir, será posible disponer de depósitos y créditos bancarios en euros, o utilizar la unidad monetaria común como referencia de contratos de compra-venta, de alquiler, etc. Incluso podrá ser empleado como medio de pago en comercios –siempre y cuando estos lo acepten– por medio de una tarjeta de crédito o de un talonario de cheques. Algunas empresas empezarán a llevar su contabilidad en euros y parte de su operativa se desarrollará a través de la moneda única. El paso de moneda nacional a euros o a la inversa se hará simplemente utilizando el tipo de conversión correspondiente, en la seguridad de que éste no sufrirá ninguna modificación bajo ningún concepto. Las monedas nacionales y el euro serán expresiones distintas de lo que, desde el punto de vista económico, será la misma moneda.

Donde sí se utilizará el euro será en la órbita de la política monetaria y en las emisiones de deuda pública. El 1 de enero de 1999, la responsabilidad de la política monetaria de los Estados participantes se traspasará al Banco Central Europeo, con sede en Francfort. Desaparecerán las políticas monetarias nacionales, y en su lugar se impondrá la política monetaria común, uniforme en todos los Estados participantes. La aplicación e instrumentación de dicha política seguirá en manos de los bancos centrales nacionales, que conjuntamente con el BCE constituirán el Sistema Europeo de Bancos Centrales, algo así como la Reserva Federal de los Estados Unidos, es decir, un esquema de banco central de carácter federal. Desde el inicio de la tercera fase, el SEBC realizará sus operaciones con las entidades bancarias, en aplicación de la política monetaria, utilizando la moneda común. Esto provocará que también en el mercado interbancario, donde las entidades ajustan sus posiciones de liquidez, se utilice el euro.

Se prevé, asimismo, que las emisiones de deuda pública de los Estados participantes se denominen todas en euros, aunque posiblemente también constará el correspondiente importe en moneda nacional. Los inversores privados adquirirán esta deuda (letras, bonos, obligaciones) con moneda nacional si no disponen de una cuenta en euros.

No se pretende, pues, que en este primer período de tres años se extienda la utilización del euro. Únicamente en el ámbito financiero se propone impulsar su utilización, creando una *masa crítica* de transacciones que consolide su uso y proporcione a las entidades bancarias suficiente experiencia en el mismo para luego, en un período posterior, poder concentrarse en los problemas que generará el uso del euro al por menor.

3.12. ¿Cuál será el estatuto jurídico del euro?

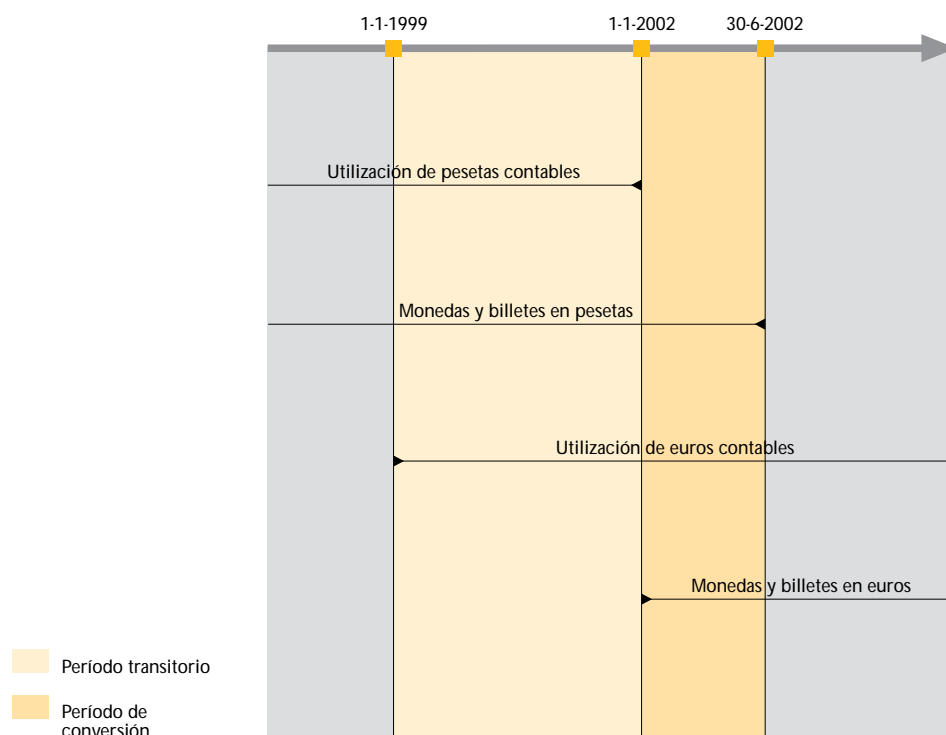
En el momento en que un Estado acceda a la tercera fase de la UEM, sea el 1 de enero de 1999 o más tarde, el euro se convertirá en su unidad monetaria nacional. En el caso de España, por ejemplo, el euro sustituirá a la peseta a todos los efectos. Esto se producirá así en todos los países que accedan al euro. Por tanto, el euro será la moneda de cada uno de los Estados miembros y no una moneda *europea* o supranacional, aunque estará sujeta a lo que disponga la normativa comunitaria. Éste es un aspecto importante a resaltar, especialmente en lo que se refiere a la continuidad de los contratos y a las posibles cuestiones jurídicas que se presenten a nivel internacional.

Esta solución jurídica apoya la irreversibilidad del paso al euro. Los tres años que, como máximo, puede prolongarse el período transitorio son un margen temporal muy largo, durante el cual los acontecimientos son imprevisibles. Había que eliminar las dudas sobre la irreversibilidad del proceso que hubiesen podido surgir si el euro se hubiera planteado como una moneda paralela que conviviese con las monedas nacionales. Ello hubiese podido interpretarse como una puerta abierta a la posibilidad de hacer marcha atrás en la UEM. Una posibilidad, por remota que pudiera ser, que los mercados financieros hubieran tenido en cuenta según evolucionase el proceso.

Ahora bien, durante el período transitorio (del 1 de enero de 1999 al 31 de diciembre de 2001, como muy tarde) los billetes y monedas de la antigua unidad monetaria nacional, la peseta en nuestro caso, seguirán en circu-

Esquema 3.3

TRANSICIÓN AL EURO



lación con toda normalidad, ya que se considerarán expresiones transitorias del euro; es decir, las antiguas monedas nacionales continuarán siendo consideradas como medios legales de pago hasta la introducción de los billetes y monedas en euros. Igualmente, cuando en cualquier tipo de contrato anterior al período transitorio se haga referencia a la peseta, dicha referencia tendrá el mismo valor que si se tratase de una referencia a la unidad euro.

Una vez en marcha el período transitorio, se podrán utilizar libre e indistintamente euros o pesetas (excepto en las transacciones que requieran pagos en metálico, naturalmente). En este sentido, la sustituibilidad entre pesetas y euros será total. Es decir, no habrá obligación ni prohibición de uti-

lizar la referencia euro. Las obligaciones que se desprendan de los contratos y que hagan referencia a la utilización de pesetas se seguirán haciendo efectivas en pesetas si las partes así lo desean. Pero, a la vez, si las partes así lo acuerdan se podrá utilizar la referencia euro en todas aquellas operaciones o contratos que no requieran la utilización de efectivo. El euro será pues únicamente una moneda *escritural* o *contable*, ya que no circulará todavía en forma de billetes o de moneda metálica.

Una vez finalizado el período transitorio, es decir, a partir del 1 de enero de 2002, las antiguas monedas nacionales de los países que hayan accedido a la moneda única perderán su valor *escritural* o *contable*, cualidad de la que a partir de entonces sólo disfrutará el euro. En este momento, las referencias a las antiguas unidades nacionales se entenderán referidas al euro y todos los instrumentos financieros deberán ser redenominados a la moneda única. Comenzarán a ponerse en circulación los billetes y monedas en euros. Las monedas y billetes nacionales seguirán siendo de curso legal, dentro de su territorio nacional, hasta seis meses después de la finalización del período transitorio. Del 1 de enero de 2002 al 30 de junio del mismo año, o *período de conversión*, los ciudadanos y las empresas procederán al cambio de billetes y moneda nacional por euros, operación que se efectuará sin cargo en las oficinas bancarias. En este período de conversión coexistirán, por tanto, los nuevos euros con las antiguas monedas nacionales, que una vez finalizada esta etapa perderán definitivamente su curso legal.

3.13. ¿Cómo se realizará la sustitución de moneda nacional por euros?

En los seis primeros meses del 2002, si no antes, se llevará a cabo la sustitución de los billetes y las monedas nacionales por los billetes y monedas en euros. En cada país participante, el correspondiente banco central se encargará de poner en circulación los euros, que se canjearán por la cantidad equivalente de moneda nacional. Los ciudadanos deberán acudir a las

oficinas de los bancos y cajas de ahorros con los billetes y las monedas nacionales para ser cambiados por euros. Los cajeros automáticos deberán ser programados para proporcionar moneda nacional o euros para que el consumidor pueda disponer de la moneda que prefiera. Las cuentas bancarias se convertirán de moneda nacional a euros desde el primer momento de este período de conversión. Las empresas ultimarán los preparativos para la utilización única y definitiva del euro a partir del 1 de julio del año 2002.

La complejidad de la operación obliga a establecer un período de seis meses, como máximo, que es más prolongado de lo que sería deseable (el *Libro Verde* de la Comisión sugería una duración de varias semanas). La operación más compleja será la sustitución de los más de 12.000 millones de billetes y las más de 70.000 millones de monedas nacionales por euros. En los tres años siguientes al inicio del período transitorio, las Casas de la Moneda nacionales iniciarán la fabricación de los billetes en euros, que los cederán a los respectivos bancos centrales y éstos, a su vez, los trasladarán a las oficinas bancarias a partir del 1 de enero de 2002 para efectuar el correspondiente canje. Ello implica una logística complicada, que representará multiplicar el servicio habitual de transporte de efectivo a las oficinas bancarias. Éstas también verán incrementada su actividad por los clientes que acudan al canje y deberán ser muy cuidadosas a la hora de comprobar la autenticidad de los billetes, puesto que las ingentes cantidades de efectivo en movimiento pueden incrementar las actividades delictivas. El intenso movimiento de efectivo y el aumento de existencias de billetes en las entidades bancarias obligarán a reforzar las medidas de seguridad. También deberán ser canjeados los billetes en circulación fuera del territorio nacional.

A lo largo de este período de conversión se deberá realizar la adaptación de las máquinas que funcionan con monedas y billetes (expendedores automáticos de tabaco, refrescos y otros productos, cajeros automáticos de pago, cajeros automáticos bancarios, cajas registradoras, surtidores de

gasolina, etc.), de las que existen más de tres millones en el conjunto de la Unión Europea.

La convivencia de dos monedas distintas en los seis meses que, como máximo, puede durar el proceso de conversión inevitablemente va a provocar dificultades. La utilización indistinta del euro y de la moneda nacional en las transacciones corrientes creará confusión, y muchas empresas, comercios y otras actividades verán complicada su operativa por las exigencias de utilizar la doble indicación de precios, de proveerse de dos series de monedas y billetes y de facilitar facturas en ambas monedas. Es posible que se instrumenten reglas y normas para paliar en lo posible estos problemas, pero por el momento estas cuestiones aún no han sido abordadas. Las autoridades, en todo caso, realizarán un esfuerzo de comunicación para concienciar a la opinión pública, clarificar el proceso y orientar en lo posible a empresas y consumidores sobre el desarrollo de la operación.

Una vez finalizado el período de conversión, la antigua moneda nacional perderá su calidad de moneda de curso legal, pero podrá seguir circulando si las partes lo aceptan y en cualquier caso seguirá siendo canjeable por billetes y monedas en euros en los bancos centrales nacionales.

3.14. ¿Qué sucederá con el dinero negro?

No es probable que el canje de la moneda nacional por euros consiga aflorar la economía sumergida o las bolsas de fraude, un fenómeno muy variable pero que se da en los países europeos. En el caso de España, el volumen de efectivo en circulación asciende a unos nueve billones de pesetas, de los cuales en torno al 40%, unos tres billones de pesetas, corresponden a un exceso de dinero en circulación que, según el propio Banco de España, responde a razones fiscales. Se trata de unos fondos que o bien se hallan inmovilizados en cajas fuertes particulares, cajas de seguridad bancarias, etc., o bien circulan financiando actividades que eluden el pago de impuestos. En el primer caso, el atesoramiento constituye un depósito de valor, opaco para

las autoridades fiscales. En el segundo caso, el efectivo se utiliza en actividades económicas que defraudan la correspondiente liquidación de impuestos, sobre todo el impuesto sobre el valor añadido, cuando no en actividades delictivas.

El prolongado período de conversión de pesetas por euros (hasta seis meses) va a ser suficientemente prolongado para que todo este *dinero negro* pueda ser canjeado sin excesivas dificultades. Las autoridades nacionales podrían aprovechar el momento del canje físico de billetes para establecer mecanismos de control, pero los problemas de orden técnico que podrían generar tales medidas, complicando aún más la operación de canje, además de su probable escasa efectividad, las hace desaconsejables.

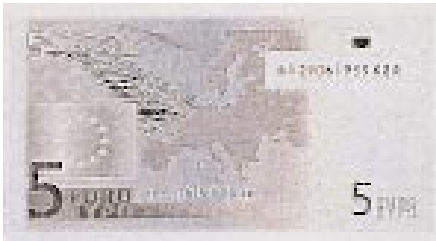
3.15. ¿Cómo serán los billetes y monedas en euros?

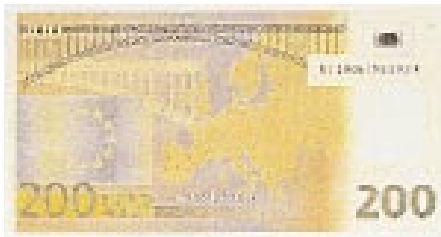
En diciembre de 1996, el Instituto Monetario Europeo presentó los diseños provisionales de los billetes en euros. Aunque la decisión definitiva corresponderá al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, la labor preparatoria del IME incluye el diseño de los nuevos billetes, para lo cual pidió el asesoramiento de un comité formado por expertos en historia, psicología y diseño gráfico y convocó un concurso entre diseñadores profesionales. El diseño vencedor, que servirá de base para el diseño final que se someta al BCE, presenta en una cara un mapa de la Unión y por la otra muestra elementos arquitectónicos que simbolizan el carácter de construcción y de futuro que pretende tener la moneda única.

Circularán siete billetes. El billete de mayor valor será el de 500 euros (unas 80.000 pesetas al cambio actual del ecu), y a continuación vendrá una sucesión de billetes con valores de 200, 100, 50, 20, 10 y 5 euros (800 pesetas). Los billetes se diferencian por el tamaño y el color, incluirán elementos táctiles para poder ser utilizados por invidentes y, por supuesto, incorporarán los más modernos medios técnicos de lucha contra la falsificación.

Esquema 3.4

DISEÑO PROVISIONAL DE LOS BILLETES EURO





Símbolo monetario del euro.

En cuanto a la moneda metálica en euros, su diseño y especificaciones técnicas corresponden al Consejo, y de momento está decidido que se acuñarán ocho modelos. La de mayor valor será la de 2 euros (unas 320 pesetas), seguida de la de 1 euro. A partir de ahí, las monedas se fraccionarán en céntimos de euro (o *cents*, según la denominación común), acuñándose de 50, 20, 10, 5, 2 y 1 (1,6 pesetas). La Comisión es la encargada de preparar los diseños, que deberán ser aprobados por los ministros de economía y finanzas. La particularidad de las monedas estará en que en la cara figurará una imagen comunitaria y el valor, mientras que en la cruz se admitirá un símbolo nacional enmarcado por las doce estrellas de la Unión.

La autorización de emitir billetes de banco en euros será competencia exclusiva del Banco Central Europeo. Tanto el BCE como los bancos centrales nacionales podrán emitir los billetes. Los Estados miembros podrán realizar emisiones de moneda metálica, para las cuales será necesaria la aprobación del BCE en cuanto al volumen de emisión.

3.16. ¿Nos acostumbraremos a utilizar euros?

No habrá más remedio. Será la situación que muchos habremos experimentado cuando salimos al extranjero y para calibrar el precio de las mercancías o servicios expresados en la moneda del país efectuamos constantemente cálculos mentales para traducir dichos precios a la moneda nacional y comparar así el precio con los baremos de lo que es habitual en nuestra zona de residencia. Las compras en el mercado, la gasolina, el periódico, el transporte urbano, el sueldo, los premios de las loterías, todos los actos de la vida cotidiana en los que utilizamos la moneda nos recordarán continuamente que nuestra centenaria peseta ha pasado a mejor vida y que lo que llevamos en el billetero son euros. Volverá el uso de los *céntimos*, abandonado hace ya muchos años en el caso de la peseta, y que representa una pequeña complicación adicional. Los precios de los automóviles, de la vivienda, de los viajes, etc., tomarán una nueva dimensión expresados en euros. Es posible

que se pierda el sentido de los precios y que la utilización del coeficiente de conversión provoque dificultades a las personas con menores facilidades para el cálculo.

No parece tampoco un problema insuperable. Ciertamente, las personas con un nivel cultural inferior pueden sufrir la peor situación y posiblemente las personas ancianas sentirán mayor incomodidad al tener que abandonar el cálculo basado en la moneda nacional. Pero el período de conversión permitirá familiarizarse con los nuevos precios y con el uso del coeficiente de conversión. Es previsible que tanto desde el sector público como del privado, especialmente por parte del sector bancario y del comercio minorista, se lancen multitud de campañas dirigidas a explicar, mentalizar y facilitar a los consumidores el uso de la nueva unidad monetaria y a aceptar el uso del euro.

Para el sector bancario y para el comercio, precisamente, este cambio significará un coste relevante, ante la necesidad de modificar impresos, rotulación, programas informáticos, archivos y bases de datos, máquinas registradoras, cajeros automáticos, etc. Todo ello se complicará notablemente en el período de seis meses durante el cual tanto el euro como la moneda nacional podrán ser usados indistintamente por los consumidores.

Habrá que estar alerta para evitar algunos riesgos que comporta la conversión, como el del redondeo. En procesos de este estilo hay la posibilidad de que el cambio de los precios a la nueva moneda se aproveche para modificar el precio al alza por la aplicación incorrecta de las normas de conversión. El mismo riesgo se corre con la conversión de los saldos financieros, los importes de los contratos en vigor, los valores definidos en los títulos de propiedad, etc.

3.17. ¿Que sucederá con los contratos a largo plazo, de todo tipo, expresados en moneda nacional?

De acuerdo con el estatuto legal de la moneda única, el paso al euro no constituirá un argumento jurídico para la extinción o modificación de los contratos en vigor. Los contratos de todo tipo firmados con anterioridad al inicio de la tercera fase y cuya vigencia se prolongue más allá de la extinción de la moneda nacional o del ecu-cesta y su sustitución por el euro, seguirán vigentes. A no ser que en dichos contratos figure expresamente una cláusula que disponga algo distinto, las referencias a las monedas nacionales contenidas en todos los contratos se considerará que se refieren a euros, aplicando para ello el tipo de conversión definido. En el caso de los contratos cuya denominación se refiera al ecu-cesta oficial de la Comunidad Europea, la sustitución por el euro se hará al tipo de cambio 1 por 1, salvo cláusula en contrario del contrato.

Contratos de alquiler, hipotecas, créditos, obligaciones, bonos, etc., se verán afectados por el cambio de unidad monetaria. Según la citada posición oficial, allí donde diga *pesetas*, en el caso español, deberá entenderse *euros*, al tipo de conversión fijado. El resto de cláusulas no experimentará modificación alguna. En el caso de las hipotecas, por ejemplo, el tipo de interés del contrato no se verá alterado en razón del paso al euro; si se trata de un tipo variable, referenciado a algún índice o instrumento financiero (al MIBOR, por ejemplo) éste se sustituirá por un índice o instrumento equivalente; si es un tipo fijo, el cliente no podrá aducir el paso a la moneda única para modificar o rescindir el contrato de hipoteca. El mismo planteamiento regirá en todo tipo de activos financieros: obligaciones, cédulas, pagarés, etc.

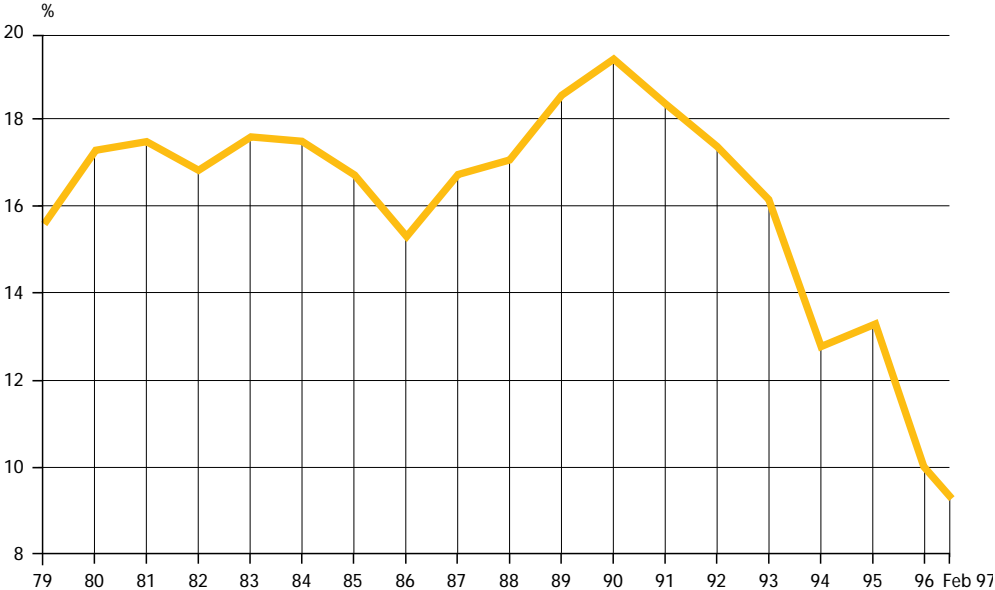
La justificación de este enfoque está en que la UEM no constituye una perturbación fundamental y sobrevenida en los factores económicos que suponga un desequilibrio en las prestaciones pactadas, que es la consideración que en la mayoría de las legislaciones de los Estados miembros permite rescindir o modificar el contenido de un contrato. Los efectos de la

UEM, según este enfoque, no son más que los de la aplicación de una política monetaria rigurosa. Además, el proyecto se conoce con la anticipación suficiente como para desechar el argumento del acontecimiento inesperado.

En un país como España, en que los tipos de interés están claramente por encima del nivel en que previsiblemente se situarán una vez inmersos en la moneda única, las partes implicadas deberán anticipar la reducción de los mismos y actuar en consecuencia. Esta evolución no se producirá de repente. Bastante antes de que el proceso de conversión haya culminado, es decir, de que el euro sustituya a la moneda nacional, los tipos de interés ya se habrán ajustado en general al nivel del euro, gracias a la convergencia

Gráfico 3.9

TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS
A 3 O MÁS AÑOS EN ESPAÑA



Fuente: Banco de España.

macroeconómica imprescindible para acceder a la moneda única. Las rentabilidades de la deuda pública seguirán un perfil descendente –como empezó a suceder en 1996– y lo mismo sucederá con el resto de activos financieros. En los contratos a más largo plazo, como pueden ser las hipotecas para la adquisición de vivienda, la mayor parte ya se pactan hoy en día con tipos variables, y para las correspondientes a tipos fijos existen mecanismos de subrogación que pueden solventar un eventual perjuicio para el tomador de la hipoteca. Posiblemente antes de 1999 se introduzca la práctica de añadir a los contratos una cláusula que prevea la continuidad de los mismos más allá de la entrada en vigor de la tercera fase.

No puede descartarse, con todo, que se planteen conflictos si alguna de las partes se siente perjudicada y decide acogerse a la puesta en marcha de la UEM como justificación para rescindir un contrato o modificar sus cláusulas de manera unilateral. Se trata de una perspectiva preocupante, puesto que la revisión de los millones de contratos en vigor podría llegar a colapsar los cauces jurídicos o financieros normales. Tampoco parece posible establecer una norma legal de alcance general para la revisión de los contratos, puesto que éstos pertenecen al ámbito del derecho contractual privado, en el que prevalece la voluntad de las partes.

Otra fuente de conflictos pueden ser aquellos contratos realizados entre partes no residentes en algún Estado miembro de la UEM pero referenciados en la moneda de un país participante en la UEM. En principio, el contrato debería satisfacerse en euros tras la adopción de la moneda única, pero la última palabra la tendrían, en caso de litigio, los tribunales competentes. Lo mismo cabe esperar de los contratos expresados en ecus, aunque aquí habrá que distinguir entre aquéllos que se refieran al ecu en su composición oficial, los que definan el ecu en los términos acordados por las partes y los que no definan claramente al ecu.

3.18. ¿Cómo será la política monetaria de la UEM?

El Banco Central Europeo será el responsable de definir y ejecutar la política monetaria única del euro. Desde una posición de total independencia de los Estados participantes y de las instituciones de la Unión, y con la vista fija en mantener la estabilidad de precios, desde el 1 de enero de 1999 los órganos decisorios del BCE (Consejo de Gobierno y Comité Ejecutivo) dirigirán la política monetaria común, gestionarán las reservas oficiales de divisas y supervisarán el buen funcionamiento de los sistemas de pago. El BCE tiene la competencia exclusiva de autorizar la emisión de billetes de banco de curso legal en la Comunidad.

FUNCIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

- *Emisión de moneda*
- *Definir y ejecutar la política monetaria de la Unión*
- *Gestión de las reservas de divisas*
- *Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos*
- *Funciones consultivas al más alto nivel*
- *Recopilación de la información estadística*

La instrumentación de la política monetaria única corresponderá al Sistema Europeo de Bancos Centrales, compuesto por el BCE y los bancos centrales nacionales de los países participantes. En la práctica, serán éstos quienes aplicarán en cada país respectivo la política común. La unidad contable será el euro desde el primer día de la tercera fase, y las entidades de crédito y otros participantes en el mercado interbancario podrán abrir cuentas de crédito tanto en los bancos centrales nacionales como en el BCE.

Aunque la decisión sobre la política monetaria única a seguir corresponderá al futuro SEBC, el Instituto Monetario Europeo es ahora el encarga-

do de completar los trabajos preliminares para que el SEBC pueda prepararse adecuadamente en el poco espacio de tiempo que tendrá entre su formación, a principios o a mediados de 1998, y el 31 de diciembre del mismo año. En 1997, el IME ha empezado a dar a conocer los resultados de esta tarea, realizada en combinación con los bancos centrales nacionales, que especifica la operativa concreta que someterá al futuro SEBC.

En primer lugar, habrá que definir la estrategia que guiará la acción de los bancos centrales para conseguir el objetivo de la estabilidad de precios. El IME maneja tres posibilidades: establecimiento de un objetivo en términos de un agregado monetario, como es tradición en el Bundesbank, el banco central alemán; seguimiento directo de la inflación; o bien una combinación de ambos. En cualquier caso, el BCE determinará explícita y cuantitativamente el objetivo final de estabilidad de precios, así como los objetivos específicos con los que poder evaluar la actuación de la política monetaria.

La instrumentación de la política monetaria se fundamentará en la gestión de la liquidez del mercado interbancario mediante operaciones de mercado abierto a través principalmente de compraventas temporales de valores o *repos*, que es la operativa más utilizada actualmente por los bancos centrales europeos.⁽¹⁾ Las compraventas regulares se efectuarán normalmente por el método de subasta y el tipo de interés que resulte de la misma será igual, lógicamente, en toda el área de la moneda única. También se instrumentarán dos facilidades, una de crédito y otra de depósito, que permitan inyectar o drenar liquidez a un día y marquen así un nivel mínimo (tasa de descuento) y otro máximo de los tipos de interés en los mercados monetarios. Para ello deberán definirse los valores aceptables en toda el área común, que podrán ser títulos públicos y también privados, así como las condiciones bajo las que se efectuarán estas operaciones especiales. Por último, si lo cree conveniente, el BCE podrá imponer un coeficiente de caja a las entidades de crédito.

(1) La liquidación de las operaciones vinculadas a la política monetaria se efectuará a través del sistema TARGET (Sistema de transferencia urgente automatizado transeuropeo para la liquidación bruta en tiempo real).

POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

OBJETIVO: Estabilidad de precios.

ESTRATEGIA: Fijación de objetivos monetarios
o
Fijación de objetivos de inflación
o
Una combinación de ambos.

INSTRUMENTACIÓN

Variable operativa: Tipos de interés a muy corto plazo.

Procedimientos: Operaciones de mercado abierto:

- Operaciones principales de financiación (inyección de liquidez semanal, con vencimiento quincenal).*
- Operaciones de refinanciación a más largo plazo (inyección de liquidez mensual, con vencimiento a tres meses).*
- Operaciones de ajuste (inyección o drenaje de liquidez, con frecuencia y vencimientos variables).*
- Operaciones estructurales (inyección o drenaje de liquidez, con frecuencia y vencimientos variables).*

Facilidades permanentes:

- De crédito: provisión de liquidez a un día.*
- De depósito: absorción de liquidez a un día.*

Coefficiente de caja.

Cabe prever que la política monetaria aplicada por el SEBC será de lo más estricta. No sólo a fin de atender su obligación de mantener la estabilidad de los precios, sino también para dotar de suficiente credibilidad internacional al euro, que en definitiva será una moneda nueva, con todos los riesgos e incertidumbres que ello acarrea. Los tipos de interés serán relati-

vamente bajos, como corresponde a un área macroeconómicamente equilibrada, pero probablemente algo más elevados que los alemanes en el momento anterior a la conversión, debido a la prima de novedad que exigirán los mercados ante el novedoso experimento del euro.

El poder del SEBC será considerable. Los miembros de los órganos rectores del BCE y de los bancos centrales nacionales tienen garantizado un estatuto de total independencia respecto a los gobiernos nacionales y respecto a las instituciones comunitarias. Sus decisiones de política monetaria son inapelables y su objetivo único es garantizar la estabilidad de los precios. Es un esquema basado en el alemán, incluso en su estructura federal. Las únicas limitaciones son la exigencia que impone el Tratado en cuanto a que el SEBC debe apoyar las políticas económicas generales en la Comunidad con miras a contribuir a la consecución de los objetivos de la misma. Además, el BCE está obligado a informar al Consejo y al Parlamento Europeo una vez al año sobre sus actividades. Los conflictos que se planteen con el BCE y el SEBC deberán canalizarse hacia el Tribunal de Justicia. Cabe señalar, sin embargo, que el SEBC tiene una autonomía limitada en cuanto a la política de tipo de cambio del euro frente al resto de divisas internacionales. En cuanto a las responsabilidades de control y supervisión del sistema bancario, éstas no entran en principio dentro de la esfera de poder del BCE, a no ser que así lo disponga el Consejo, aunque el BCE puede ser consultado en la materia.

3.19. ¿Cómo será la política cambiaria del euro?

La responsabilidad última de la política de tipo de cambio del euro recae en el Consejo, no en el BCE. El Consejo es quien debe decidir la participación del euro en un determinado régimen cambiario o quien puede celebrar acuerdos relativos a un sistema de tipos de cambio para el euro. Ahora bien, las decisiones debe tomarlas por unanimidad y consensuándolas con el BCE. A falta de un sistema de tipo de cambio respecto a una o varias monedas de países no comunitarios, el Consejo podrá formular orientaciones generales para la aplicación de la política de tipos de cambio, decisiones

que se tomarán por mayoría cualificada, partiendo de una recomendación del BCE, y deberán cumplir la condición de no interferir en la política de estabilidad de precios.

El BCE, por su parte, tiene la responsabilidad de la aplicación de la política de tipo de cambio del euro en el día a día, que se deberá regir por el mismo principio de la política monetaria, es decir, la estabilidad de precios. Para ello dispondrá de hasta 50.000 millones de euros (ampliables en situaciones especiales) en forma de activos exteriores de reserva (divisas y oro) que le serán transferidos por los distintos bancos centrales nacionales y que le permitirán operar en los mercados de divisas de la misma forma que actúa todo banco central. Por tanto, las intervenciones en el mercado de cambios frente a terceras monedas (dólar, yen, etc.) se realizarán mediante euros. Los bancos centrales de los Estados participantes retendrán parte de sus activos exteriores para el cumplimiento de sus obligaciones con los organismos internacionales, pero bajo ningún concepto podrán operar en los mercados de cambios sin la autorización del BCE.

La citada división de funciones entre el BCE y el Consejo, en cuanto a la política cambiaria, presenta puntos oscuros. En la medida en que no existe un régimen monetario internacional propiamente dicho, sino que los cambios se determinan dentro de un esquema de flotación de las monedas, en el que intervienen activamente los bancos centrales, el poder de éstos es decisivo. Por tanto, cabe esperar que el grado de independencia del BCE en materia de política cambiaria sea muy elevado, y dada la orientación antiinflacionista del mismo, que esta política cambiaria se dirigirá a mantener un euro fuerte en el contexto internacional. A menudo, el Grupo de los Siete (Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, Canadá y el Reino Unido) ha tratado de coordinar las actuaciones de los distintos bancos centrales para estabilizar el tipo de cambio del dólar, moneda de reserva internacional, dentro de unas bandas predeterminadas. Puesto que el euro tomará el papel del marco alemán, incluso su peso internacional será mucho más elevado, un interrogante que se presenta es determinar quién asumirá el papel de minis-

tro de Economía y Finanzas europeo en estas reuniones. El Tratado establece que en estos casos la Comunidad exprese una opinión única, la cual será formulada por el Consejo, por mayoría cualificada sobre una recomendación de la Comisión y previa consulta al BCE.

La continua referencia del Tratado a la necesidad de consensuar o basar las decisiones de política de tipos de cambio en la opinión del BCE da a éste un poder muy importante en este campo. El conflicto que a menudo se origina en países como Estados Unidos o Alemania, entre un banco central independiente que aplica una política monetaria estricta y un gobierno más preocupado por mejorar el ritmo de crecimiento económico, es posible que se reproduzca en el ámbito de la UEM. Pero está claro que al Consejo, dividido en por lo menos quince Estados miembros, difícilmente le va a ser posible imponer al BCE una política cambiaria que éste no desee si entiende que pueda ir en contra del fin de la estabilidad de precios.

Cabe señalar, por otra parte, que el peso del euro en el sistema monetario internacional puede llegar a ser muy elevado, incluso desbancando al dólar como activo internacional de reserva. Primero, porque el peso económico de la Unión Europea, tanto en términos de producto interior bruto como de comercio exterior es sensiblemente superior al de Estados Unidos, de manera que el paso a una única moneda de referencia acrecentaría su importancia en el sistema monetario y financiero internacional mucho más allá de lo que ahora representa la suma de las distintas monedas nacionales. Pero, además, lo que es más importante, si la UEM se desarrolla tal como está previsto, el euro puede acabar siendo una moneda más estable que el dólar, lo que afianzará su atractivo como activo internacional. Por un lado, el poder y la independencia que caracterizarán al BCE serán muy elevados, de manera que el compromiso antiinflacionista y estabilizador de la institución europea se reafirmará a medio plazo. Por otra parte, los Estados nacionales perderán –casi todos han perdido ya– su capacidad de emitir moneda para pagar sus deudas, y verán muy limitadas las posibilidades de incurrir en défi-

cit importantes, por las normas relativas al equilibrio de las finanzas públicas. Por último, hay que tener en cuenta que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos es algo crónico en Estados Unidos y por tanto una fuente de inestabilidad para el dólar, mientras que la UE mantiene unas cuentas exteriores mucho más equilibradas.

Cuadro 3.6

LOS TRES GRANDES BLOQUES ECONÓMICOS

Miles de millones de dólares

	Estados Unidos	Japón	Unión Europea
Producto interior bruto, 1995	6.981,7	4.960,7	8.440,3
Exportaciones, 1994	512,6	396,1	619,2
Saldo cuenta corriente, 1995	-152,9	103,9	57,6
Emisiones de bonos internacionales denominadas en moneda propia, 1995	144,4	81,5	157,3

Fuentes: OCDE, Eurostat y elaboración propia.

El proceso de internacionalización del euro, más allá de lo que ahora representan las distintas monedas europeas, no se producirá de una forma rápida y su alcance estará en función del éxito de la transición a la moneda única, del grado de solidez económica que consiga la Unión y también, en cierta medida, del grado de integración política que la UE logre en los próximos años. De afianzarse en su papel de activo internacional de reserva, las consecuencias internas previsibles serían, por el lado negativo, una tendencia constante a la apreciación, con el consecuente perjuicio para la industria comunitaria, y la pérdida de efectividad de la política monetaria y cambiaria, al mantenerse elevados volúmenes de euros en el exterior de la UE. Por el lado positivo, la internacionalización del euro expandirá la liquidez de los mercados de capitales, reduciendo los tipos de interés de la financiación y del crédito, permitirá una cómoda financiación de los eventuales déficit de la balanza de pagos y, en definitiva, incrementará sensiblemente el peso económico y político de la UE en el contexto internacional.

Cuadro 3.7

**PROPORCIÓN CORRESPONDIENTE A DISTINTAS MONEDAS
EN EL TOTAL DE LAS TENENCIAS OFICIALES DE DIVISAS**

Porcentaje

	1985	1990	1993	1994	1994 (*)
Dólar de EE.UU.	55,3	49,1	56,7	57,1	63,3
Libra esterlina	2,7	3,2	3,2	3,6	3,8
Marco alemán	13,9	17,5	14,7	14,8	15,5
Franco francés	0,8	2,2	2,1	2,0	2,1
Franco suizo	2,1	1,3	1,3	1,1	1,1
Florín holandés	0,9	1,0	0,6	0,5	0,5
Yen japonés	7,3	8,2	8,3	8,1	8,5
Ecus	11,6	9,6	8,4	7,8	–
Monedas sin especificar	5,4	7,7	4,7	4,9	5,1

(*) Incluyendo las permutas (swaps) ecu/dólar como dólares. Como es sabido, los ecus en poder de los bancos centrales europeos surgen de la permuta de una parte de los dólares en poder de los bancos centrales europeos con el FECOM, el IME en la actualidad, quien a cambio entrega ecus.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

3.20. ¿Qué supone la UEM para los ciudadanos?

El proceso de conversión a la moneda única va a suponer una complicación importante para los ciudadanos en general, como se ha visto en los apartados anteriores. Pero una vez superados estos inconvenientes, las ventajas serán tangibles. El caso más claro es el de aquéllos que por el motivo que sea viajen frecuentemente por los países de la zona del euro. No va a ser necesario efectuar operaciones de cambio de billetes, con la pérdida de tiempo y dinero que ello supone. El ahorro en comisiones bancarias por cambio de billetes y el perjuicio que supone volver a recambiar los billetes una vez finalizado el viaje representa un montante considerable en términos agregados. La utilización de tarjetas de crédito será más segura, ya que desaparecerá la incertidumbre que puede existir ahora sobre el tipo de cambio que se aplicará en la liquidación de la operación. Los clientes de entidades con amplia implantación en el territorio de la moneda única, o que tengan acuerdos de colaboración con entidades del mismo, podrán

operar con sus cuentas corrientes cuando se hallen de viaje sin los impedimentos actuales.

Los ciudadanos, como consumidores, se verán directamente beneficiados por la desaparición de los costes de transacción y de cambio que supondrá la moneda única, costes que ahora se repercuten en el precio de los productos, encareciéndolos. Además, la utilización de una única moneda proporcionará una considerable mayor transparencia al mercado y si las normas de competencia mantienen los principios del mercado interior, los precios deberán tender a igualarse en los niveles más bajos, salvando las inevitables diferencias debidas al transporte y distribución de los productos y servicios. La tendencia a la igualación de los precios a la baja en todos los países europeos es algo que ya se está produciendo gracias a la implantación del mercado interior, pero la inestabilidad de las distintas monedas comunitarias impide ahora estrechar esta convergencia. Para los consumidores de los servicios bancarios y financieros, la moneda única supondrá ampliar la oferta de activos de inversión y la competencia entre las entidades.

La mayor estabilidad macroeconómica que garantizan las disposiciones de la UEM favorecerá el crecimiento de la inversión y del empleo. Paradójicamente, sin embargo, en una economía como la española, donde la cultura de la inflación está todavía arraigada en la mentalidad colectiva, la estabilidad de precios puede ser percibida como algo negativo. Así, un incremento salarial que se limita a recuperar la pérdida de poder adquisitivo del salario provoca una *ilusión monetaria*, al percibirse como un aumento efectivo de los ingresos, pese a que el salario no varía en términos reales (descontando la inflación). Si apenas hay inflación y, por tanto, el aumento salarial es mínimo, probablemente el asalariado sentirá frustración al ver que su salario nominal prácticamente no aumenta de un año al otro.

Por el contrario, la estabilidad de precios favorecerá a todos aquellos colectivos tradicionalmente perjudicados por la inflación, como los perceptores de rentas fijas (pensionistas, determinados ahorradores), mientras que

las ventajas que supone la inflación para los deudores (disminución del nominal en términos reales) desaparecerán, aunque serán compensadas por unos menores tipos de interés.

En el campo productivo, las exigencias de competitividad y productividad serán crecientes, y será inaplazable abordar la máxima flexibilización posible de los mercados y estructuras económicas, puesto que ya no existirá el recurso al tipo de cambio en una situación de pérdida de competitividad. En caso contrario, el efecto de la unión monetaria puede ser negativo, al provocar paro y recesión económica, con el consiguiente perjuicio para las rentas de los ciudadanos afectados.

3.21. ¿Qué supone la UEM para ahorradores e inversores?

Las carteras de los inversores aumentarán su diversificación, ampliándose hacia valores de todo tipo emitidos en otros Estados participantes. La eliminación de las fronteras monetarias gracias a la implantación de una moneda única ensanchará el abanico de posibilidades de inversión al alcance de los pequeños inversionistas, a lo que contribuirá también la aplicación de las directivas de servicios de inversión, que facilitan el acceso a los mismos. La desaparición del riesgo de cambio actuará en idéntica dirección. El euro permitirá la consolidación de un mercado financiero único, con una clara tendencia a una mayor competencia entre las entidades y con una mayor concentración de los mercados.

En el caso español, los ahorradores e inversores deberán resignarse a unos menores rendimientos nominales de sus inversiones, debido a los inferiores tipos de interés que comporta la moneda única con relación a los que hasta ahora han proporcionado las inversiones en pesetas. En parte, este descenso será consecuencia de la desaparición de la prima de riesgo de cambio que inevitablemente se carga sobre los rendimientos de un emisor de un país de moneda débil, pero que para el inversor nacional de dicho país, al no

haber para él riesgo de cambio, constituye una ventaja comparativa. Pero la parte más importante del descenso de las rentabilidades corresponderá a la caída de la tasa de inflación. En este sentido, por tanto, aunque disminuya el rendimiento nominal, el rendimiento real no habrá variado. El capital invertido no se verá recortado cada año por la correspondiente tasa de inflación. Pero el inversor, en una primera etapa y por efecto de la *ilusión monetaria*, probablemente se verá defraudado por unos rendimientos inferiores a los habituales. Este proceso, con todo, no se producirá de golpe sino que sucederá paulatinamente, en la medida en que los tipos de interés vayan acercándose a los más bajos de Europa, como ya está sucediendo desde 1996.

Por último, un contexto de baja inflación significará un cambio en las preferencias de los inversores. Por ejemplo, la inversión en inmuebles o solares perderá en parte atractivo, ya que hasta ahora a menudo se ha considerado que estas inversiones suelen mantenerse al abrigo de los ciclos inflacionistas en el largo plazo. La inversión financiera a largo plazo (acciones y obligaciones) y los seguros, en cambio, ganarán alicientes, puesto que el riesgo de desvalorización debido a un proceso inflacionista se reducirá considerablemente. La inversión en moneda extranjera fuerte, por su parte, que ahora tiene el atractivo de representar un refugio en caso de desvalorización de la moneda nacional, perderá sentido desde el área del euro, suponiendo que ésta sea una moneda fuerte y estable.

3.22. ¿Qué supone la UEM para los mercados financieros?

La libre circulación de capitales y la aplicación de las distintas directivas sobre servicios de inversión, que todavía no es ni mucho menos completa, está dando un gran empuje a la integración de los mercados financieros en la Unión Europea. Pero la existencia de distintas monedas, con sus correspondientes riesgos de cambio, así como la diversidad de normas nacionales y los distintos tratamientos fiscales, crean en la práctica barreras

infranqueables a la hora de llegar a una integración total. El euro transformará todo este panorama, y abrirá las puertas a un mercado de capitales amplio, diversificado, competitivo y líquido, que se podrá equiparar sin complejos al actual de Estados Unidos.

Cuadro 3.8

CAPITALIZACIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES

Año 1993

	Valor bursátil de la capitalización		Capitales nuevos movilizados	
	Miles de millones de dólares	En porcentaje del PIB	Miles de millones de dólares	En porcentaje de la FBCF (*)
Estados Unidos	4.213,0	66,0	163,2	18,6
Japón	3.006,3	85,2	10,1	0,8
Reino Unido	1.150,6	110,3	26,2	19,0
Alemania	460,8	24,2	8,7	2,6
Francia	455,5	35,3	21,2	9,3
Italia	145,3	12,8	10,8	...
Austria	28,3	15,4	1,3	3,2
Bélgica	78,2	36,6	0,6	...
Dinamarca	41,7	30,3	0,2	1,1
Finlandia	23,6	24,5	1,8	14,3
Países Bajos	182,6	57,7	13,2	...
España	118,9	22,3	2,7	3,1
Suecia	107,0	49,5	3,3	13,4
Suiza	270,9	106,6	0,7	1,4
Canadá	326,5	56,8	11,0	11,5

(*) Formación bruta de capital fijo.

Fuente: OCDE.

Una vez en marcha el euro, las bolsas europeas se esforzarán en atraer hacia sí la negociación de las grandes empresas, puesto que ya no será necesario cotizar todos los valores en cada una de las distintas bolsas de la Unión. Es decir, surgirá una tendencia –más o menos intensa– a la concentración, y lógicamente los centros más importantes como París y Francfort (suponiendo que Londres no esté en la primera tanda del euro) tendrán ventaja sobre

mercados marginales como el español, que además sufrirá el *handicap* de contar con pocas empresas nacionales con capitalización bursátil con peso específico a nivel internacional. El caso más extremo sería la formación de una *bolsa europea única* donde se negociarían los valores más importantes, mientras que las bolsas estrictamente nacionales negociarían los valores de compañías medias o pequeñas. Esta bolsa europea podría radicarse en una plaza concreta o podría ser un sistema de interconexión entre las diferentes bolsas existentes. En cualquier caso, el efecto final del proceso será una mejora de la liquidez, una mayor transparencia de los precios y una mayor fluidez del mercado.

Algo parecido sucederá con el mercado de deuda pública, que al denominarse en euros desbaratará las fronteras que ahora restringen la negociación de los títulos nacionales. Los actuales diferenciales de tipos de interés entre las deudas nacionales se reducirán; únicamente se mantendrá un diferencial –probablemente muy pequeño– en función del riesgo del emisor soberano y de la liquidez del título (cuestiones fiscales aparte). La tendencia a un único mercado ampliará considerablemente el volumen negociado, la diversidad de instrumentos y la prolongación de vencimientos; a la vez, significará una disminución de los costes de funcionamiento, una mayor competencia entre los intermediarios del mercado y una pérdida de las comisiones percibidas sobre las operaciones de cambio.

Sin embargo, la moneda única no tiene por qué suponer la desaparición de los distintos mercados nacionales de deuda, ya que la proximidad y la vinculación de los operadores hacia sus respectivos tesoros públicos les conferirá una cierta ventaja a la hora de acceder a las subastas de valores –mercado primario– y por tanto en la negociación posterior de los mismos. Además, la utilización de deuda pública en la instrumentación de la política monetaria por parte de los bancos centrales nacionales actuará en el mismo sentido.

Tanto en el caso de la renta variable como en la deuda pública, la segmentación entre los distintos mercados nacionales estará en función de factores tales como el grado de liquidez, la amplitud y profundidad de los

mercados, la disponibilidad de instrumentos de cobertura y la existencia de sistemas de compensación y liquidación eficaces y seguros. Hay que señalar, por otra parte, que la constitución de un mercado de valores amplio y estable atraerá a los inversores de países terceros en mucha mayor medida de lo que sucede con las actuales quince monedas, de manera que la cuota financiera de Europa en este campo se verá notablemente incrementada. Todos estos cambios, en cualquier caso, no serán precipitados y tendrán un período de maduración prolongado.

Por lo que se refiere al papel comercial, bonos, obligaciones y otros títulos similares emitidos por empresas privadas, el proceso de concentración del mercado será mucho más moderado y en algunos casos inexistente, debido a la gran dispersión de emisores, a sus volúmenes más modestos y a la menor automatización (desmaterialización de los títulos) de estos mercados. Cabe prever, eso sí, un mayor recurso a la evaluación de los títulos o *rating*, que permitirá al inversor extranjero dilucidar el atractivo de la emisión sin necesidad de analizar directamente cada valor.

En cuanto a los mercados nacionales de derivados (futuros y opciones), aquellos vinculados a la deuda pública, y cuya operativa se fundamenta en gran medida en los diferenciales de tipos de interés entre las distintas deudas, verán su actividad notablemente menguada al producirse la práctica igualación de tipos descrita, y puede tenderse a la concentración en un solo mercado de derivados. Algo parecido sucederá con los mercados derivados de divisas que pasen a la moneda única, y cabe esperar que, por el contrario, se desarrolle un importante mercado vinculado al euro.

3.23. ¿Qué supone la UEM para los bancos y cajas de ahorros?

Las entidades bancarias serán las más afectadas por el paso a la moneda única. Su papel en el período de conversión será muy activo, como agentes de los respectivos bancos centrales en el cambio físico de los billetes

antiguos por los nuevos. Se deberán modificar los sistemas contables, informáticos y operativos, además de toda clase de impresos y, por supuesto, los miles de cajeros automáticos que funcionan en la Unión. Habrá que resolver los múltiples problemas que surgirán durante el período de seis meses en que circularán a la vez el euro y la moneda nacional y durante el cual ambas monedas podrán ser utilizadas libremente como medio de pago. En las relaciones entre el banco y sus clientes deberá recurrirse a la doble indicación (en euros y en moneda nacional) en los extractos de cuentas y en los valores que requieran una expresión monetaria. Se deberá informar y atender a la clientela sobre la forma de efectuar el canje, tanto de moneda y billetes como en los apuntes de las cuentas y las cartillas de ahorro. Los departamentos jurídicos deberán definir de manera muy precisa en qué forma quedan modificados los distintos contratos –depósitos, créditos, hipotecas, seguros– por el hecho de pasar al euro. Las empresas clientes probablemente requerirán información y asesoramiento relacionado con el paso a la moneda única (facturación de recibos, domiciliación de nóminas, etc.). Habrá que formar al personal de atención al público para que atienda las peticiones y las dudas relacionadas con el cambio a la moneda única.

El euro representará, además, una pérdida de parte del negocio relacionado con moneda extranjera (alrededor del 5-10% del beneficio total). Las operaciones de cambio de moneda, seguro de cambio y todas aquellas vinculadas al turismo y al comercio exterior con los Estados del área del euro desaparecerán. Lo mismo sucederá con las operaciones en los mercados mayoristas vinculados a divisas (contado, *swaps*, futuros, opciones), y se reducirán los márgenes por transferencias entre corresponsales europeos. Por el contrario, aparecerán oportunidades de negocio en el desarrollo del mercado del euro con relación al dólar, al yen o a otras divisas de terceros países.

Otro riesgo de deterioro del margen de las entidades españolas puede venir por la pérdida del negocio de financiación de empresas multinacionales, que con la adopción del euro apenas necesitarán a las entidades domésticas para financiar con pesetas sus operaciones en España. El euro

permitirá concentrar los departamentos de financiación y tesorería de las grandes empresas y ya no será preciso mantener esta función descentralizada en cada uno de los mercados de la zona euro en que opere la compañía.

El mercado monetario se unificará desde el inicio de la tercera fase, al existir un solo tipo de interés a corto plazo –el determinado por el Banco Central Europeo– y ello supondrá un cambio fundamental en el mismo, ahora dividido en tantos mercados como monedas existen. El hecho de que la política monetaria sea descentralizada (cada banco central nacional instrumentará la política en su territorio, por delegación del BCE), permitirá la supervivencia de las plazas nacionales, pero la fluidez entre las mismas, gracias a la unificación de los mecanismos de liquidación y transferencia, harán que en la práctica el conjunto funcione en gran medida como un único mercado monetario.

La formación de un auténtico mercado financiero único repercutirá notablemente en el planteamiento estratégico a largo plazo del negocio bancario, al romper la actual fragmentación entre zonas monetarias nacionales. La nueva política monetaria supondrá la creación de un único mercado interbancario de depósitos a toda el área de la moneda única y lo hará más competitivo y complejo. El entorno monetario se tornará más estable, con menor volatilidad y con tipos de interés más bajos de los que históricamente se han registrado en el mercado español. Los mercados nacionales, tradicionalmente cerrados, se abrirán a la competencia extranjera. La creación de un importante mercado de deuda pública denominada en euros representará mayores oportunidades de negocio. Pero también significará más competencia, de manera que las entidades españolas se verán obligadas a redoblar sus esfuerzos de reducción de costes y de racionalización. La conveniencia de ampliar el ámbito operativo geográfico hacia la zona del euro se acrecentará para las entidades que pretendan mantener sus posiciones y consolidar sus ventajas relativas. Es probable que se registre una importante corriente de fusiones, adquisiciones o acuerdos entre entidades de diversos Estados para ganar o, simplemente mantener, cuota de mercado.

3.24. ¿Qué supone la UEM para las empresas?

Las empresas verán complicada su actividad por el proceso de conversión de moneda nacional a euros. La incidencia de este proceso estará en función de sus actividades transfronterizas, de los volúmenes de dinero en efectivo que manejen habitualmente y de la intensidad de sus contactos con el público. Los procedimientos contables relacionados con las operaciones de facturación, giro y tesorería deberán adaptarse al cambio a la moneda única. Las empresas de comercio al por menor, en particular, se verán particularmente afectadas por el cambio a la moneda única al tener que adaptar su rotulación y sus procedimientos de venta, operación que será especialmente complicada en el período de conversión de seis meses en que coexistirán el euro y la moneda nacional. Los preparativos deberán desarrollarse con antelación y exigirán las correspondientes inversiones. El personal deberá recibir la formación adecuada sobre la utilización del euro.

Una vez superadas las dificultades de la introducción de la moneda única, el nuevo entorno favorecerá a las empresas más competitivas. La actividad empresarial se beneficiará de un medio macroeconómico más estable, lo que facilitará la planificación de sus actividades a largo plazo, tanto en la vertiente financiera como comercial y productiva. La eliminación del riesgo de cambio permitirá establecer relaciones más estables y duraderas entre clientes y proveedores de distintos países participantes y primará a las empresas más eficientes a la hora de implantarse y mantenerse en los distintos mercados. A su vez, se incentivará la internacionalización de las actividades de la propia empresa, todo ello dentro de la zona del euro. La moneda única, en fin, completará el mercado interior, le dotará de mayor transparencia y elevará la capacidad competitiva de la industria europea. Cabe señalar, con todo, el riesgo de que el euro provoque un desvío de las inversiones empresariales al exterior de los países participantes si éstos no son capaces de dotar a sus mercados de la suficiente flexibilidad y acompañan las cargas fiscales a los requerimientos de una economía globalizada.

En el caso español, las empresas deberán racionalizar al máximo su estructura y sus costes, ya que no existirá la esperanza de una futura devaluación para recuperar una hipotética pérdida de competitividad que provenga de unos mayores costes internos. Además, las exportaciones al exterior de la zona de la moneda única serán más difíciles, ya que cabe esperar que el euro sea una moneda fuerte. Las empresas deberán replantear su estrategia debido a este entorno más competitivo, y se verán compelidas a internacionalizar sus operaciones en el ámbito del euro en mayor medida que ahora.

Por otro lado, las empresas se verán favorecidas por la simplificación operativa que acarreará la moneda única. Se facilitará la función financiera al eliminarse el riesgo de cambio en las operaciones con los países participantes, lo que a su vez permitirá reducir costes. También se racionalizará la financiación y la tesorería, al desaparecer las monedas de la zona euro, lo que permitirá concentrar estas funciones. La mayor amplitud del mercado financiero único del euro permitirá un menor coste de financiación y ampliará los mercados y los instrumentos financieros al alcance de la empresa.

Por último, la moneda única mejorará las condiciones de financiación de las empresas privadas. La mayor competencia entre las entidades financieras y la mayor fluidez que adquirirán los mercados de capitales redundarán en beneficio de los balances empresariales. En el caso de países con monedas débiles, como España, las empresas podrán financiarse al mismo coste que las empresas de los países más sanos, ya que al desaparecer la prima de riesgo de cambio exigida por los inversores extranjeros, la única diferenciación de los inversores estará en la propia solvencia de la empresa. Esto representará la desaparición de uno de los lastres más graves que han padecido las empresas españolas en su capacidad competitiva frente al exterior.

3.25. ¿Qué supone la UEM para los gobiernos?

La conversión a la moneda única representará para los gobiernos, de forma similar a las empresas, unos costes de adaptación importantes. Los siste-

mas informáticos, los impresos, los procedimientos contables, etc., deberán ser transformados a la nueva unidad monetaria. Los contribuyentes deberán recibir la información apropiada con suficiente antelación sobre las modificaciones en la liquidación de impuestos. Los cambios en los mercados financieros obligarán a replantear las estrategias de financiación de los tesoros públicos.

En otro orden de cosas, la consecuencia más evidente del paso a la moneda única es la pérdida definitiva de la autonomía en la gestión de la política monetaria, que pasará a ser desempeñada por el Banco Central Europeo radicado en Francfort. Hay que señalar, no obstante, que dicha soberanía ya ha sido profundamente modificada por las disposiciones de la segunda fase de la UEM, que obligan a conceder plena autonomía al banco central respectivo e impiden la financiación de éste al Tesoro nacional. Además, la libre circulación de capitales, la gran interconexión entre los mercados y la capacidad de estos para actuar globalmente han reducido considerablemente el margen de autonomía de los gobiernos nacionales en este campo.

Al desaparecer la moneda nacional, por otra parte, los Estados perderán lógicamente las competencias de política de tipo de cambio y se verán obligados a ceder parte de las reservas de oro y divisas al BCE. La gestión del tipo de cambio pasará a manos de éste, mientras que las grandes orientaciones de la política de cambio del euro frente a terceros pasará a ser una política comunitaria sobre la que el Consejo tendrá poder decisorio. Para los Estados, esto significará perder la parte de los ingresos que comporta la soberanía sobre la moneda: los beneficios del banco central por la gestión del tipo de cambio y los que reporta la emisión de moneda.

La pérdida de la capacidad de emitir moneda significa, además, la aparición de riesgo de impago de la deuda en caso de dificultades financieras graves. En un Estado soberano, este riesgo no existe, puesto que los inversores tienen por seguro recibir el interés y el nominal, ya que el Estado tiene en última instancia la capacidad de emitir moneda. Los inversores, por tanto, deberán ahora valorar el riesgo del emisor soberano de cada

país con los mismos criterios que se utilizan para el resto de emisores. En condiciones normales, la prima de impago será imperceptible, pero en caso de crisis o inestabilidad financiera, su existencia, unida a las estrictas normas relativas a los déficit públicos, podría generar una elevada volatilidad en los rendimientos de la deuda con problemas. Además, ni el resto de Estados ni la Unión garantizan la deuda de otros Estados (principio de *no bail out*).

Otro recorte en las competencias de los Estados serán las limitaciones relativas a los déficit públicos, plasmados en el Pacto de Estabilidad. La obligación de no sobrepasar una cota determinada de déficit y deuda pública obligará a gestionar los presupuestos de las administraciones públicas de forma más rigurosa y abandonar la laxitud que ha sido la norma desde hace muchos años.

Los presupuestos públicos deberán asimismo adaptarse a la más que probable reducción de la fiscalidad sobre las rentas del capital. La ausencia de armonización de las retenciones a cuenta sobre las mismas y la desconexión de las distintas haciendas nacionales harán que, una vez en la tercera fase, los Estados con un tratamiento fiscal más ventajoso atraigan estas inversiones en el área del euro en mucha mayor medida que lo hacen hoy.

En las administraciones públicas de Estados con moneda débil, como en el caso de España, la ventaja de la pertenencia a la UEM, que es perceptible ya desde antes del inicio de la tercera fase, es la reducción de los costes financieros que genera la voluminosa deuda pública en circulación. La reducción de tipos de interés, al desaparecer el riesgo de cambio de la peseta, se complementará con un mercado potencial de inversores más amplio que a su vez permitirá alargar la vida media de la misma y distribuir mejor así su impacto coyuntural.

IV. CONCLUSIONES

La Unión Europea está decidida a dotarse de una moneda única en un proceso que culminaría a mediados del año 2002. Las más altas instancias comunitarias, representadas en las cumbres que se celebran cada seis meses, han expresado su voluntad política de culminar con éxito este proyecto, uno de los más trascendentales desde el inicio de la construcción comunitaria, en los años cincuenta. El Consejo Europeo de Madrid que tuvo lugar a mediados de diciembre de 1995 estableció el calendario del paso a la moneda única, concretó los aspectos más importantes del programa de referencia para la introducción de la misma y dio impulso a los trabajos en curso necesarios para clarificar los puntos a resolver.

La moneda única es el aspecto más sobresaliente de la Unión Económica y Monetaria establecida por el Tratado de la Unión Europea, o Tratado de Maastricht, firmado en febrero de 1992 y que entró en vigor en noviembre de 1993. La UEM, sin embargo, no es una creación del Tratado, sino que es un proyecto cuyos orígenes se remontan a principios de los años sesenta, cuando fue formulado tímidamente por la Comisión Europea por primera vez. El Tratado de Roma, que dio origen a la Comunidad Económica Europea, no recogía prácticamente ninguna referencia a la puesta en común de las políticas monetarias y de tipos de cambio, puesto que el sistema monetario internacional vigente, definido por la conferencia de Bretton Woods de 1944, proporcionaba un marco estable. Los problemas monetarios, sin embargo, fueron acrecentándose en la década de los sesenta y estallaron con toda virulencia a principios de los setenta, obligando a la Comunidad a buscar la forma de aislarse de la inestabilidad internacional. Después del fracaso de la flotación concertada de las monedas entre 1971 y 1979 (la *serpiente* monetaria), el Sistema Monetario Europeo, a partir de 1979, proporcionó una mayor estabilidad y llevó a una mayor coordinación de las políticas económicas y a una clara convergencia de las eco-

nomías. Sobre esta base se erigió el proyecto de la UEM fijado en el Tratado de Maastricht.

La UEM no es, sin embargo, un proyecto estrictamente económico. El desarrollo de la misma se imbrica en la lógica y la dinámica de la construcción europea. El origen y el móvil último de la misma es alcanzar una unión política por la vía de realizaciones y avances concretos en el ámbito económico. Realizaciones que desde la creación de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero a principios de los años cincuenta se han materializado en un conjunto de eslabones (unión aduanera, política agrícola común, política comercial común, etc.) que han colmado los objetivos iniciales de desarrollar la economía y la prosperidad de Europa occidental en un marco de paz política y de respeto a las libertades individuales.

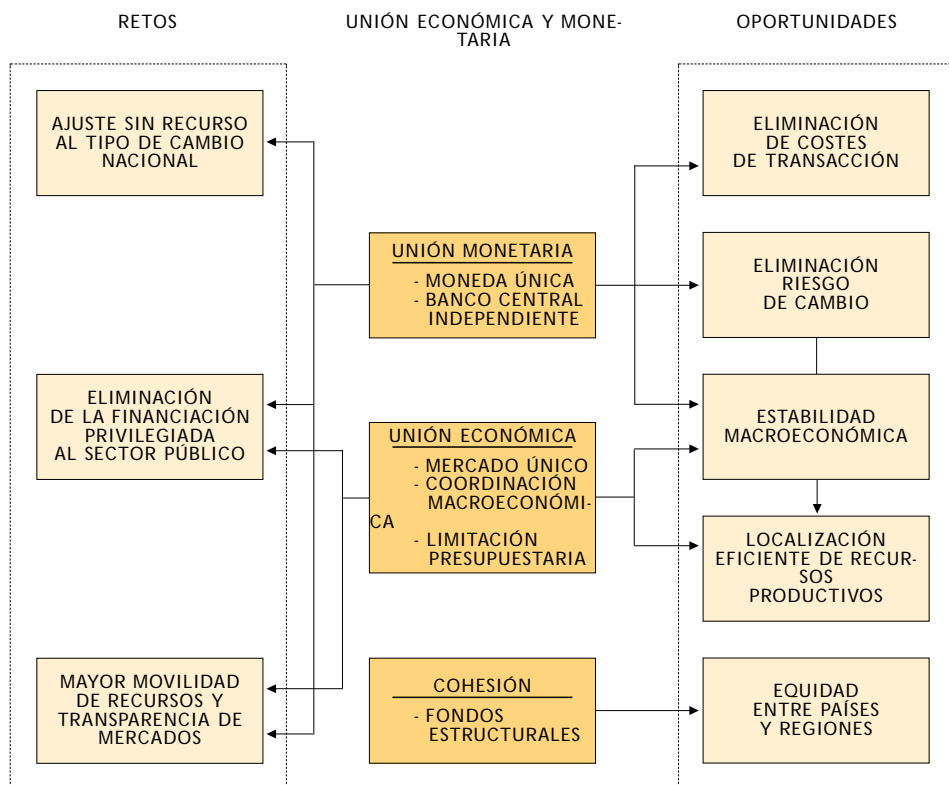
Por supuesto, más de cuarenta años después de formulados los objetivos, con una Comunidad ampliada a quince miembros y con perspectivas de ampliarse a muchos más, con el recuerdo de los trágicos conflictos bélicos alejado en el tiempo y en un contexto histórico absolutamente distinto tras la desaparición del bloque comunista, las ópticas y las perspectivas son bastante más diversas. Los objetivos políticos en cierta forma se han desdibujado, dando paso a dudas sobre la oportunidad de los mismos y a su realismo. El cuestionamiento del horizonte hacia el que debe encaminarse la Unión Europea da pie a poner en entredicho la justificación política que en último extremo da soporte a la UEM.

Pero la UEM tiene un claro fundamento económico. El *mercado interior*, culminado en 1992, supuso un considerable avance en hacer realidad la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales. Sin embargo, todavía subsisten obstáculos que impiden afirmar que nos hallamos en una unión económica auténtica. Y uno de los impedimentos más claros es, precisamente, la existencia de quince zonas monetarias separadas, cada una con su propia soberanía monetaria y cambiaria. Además de los costes asociados al cambio de moneda, nada despreciables, la situación actual genera

un claro riesgo cambiario para las empresas cuya actividad de desarrolla en varios países comunitarios –hoy en día probablemente la mayoría–, para las personas que deben desplazarse por las fronteras comunitarias, para los inversores que intentan diversificar sus carteras de activos fuera de su ámbito nacional, etc. Este riesgo cambiario entorpece la fluidez de los intercambios, frena la movilidad de las personas, complica las decisiones de inversión de los ahorradores e impide la óptima localización de los recursos. Difícilmente podrá alcanzarse una auténtica unión económica mientras los Estados conserven la potestad monetaria.

Esquema 4.1

RETOS Y OPORTUNIDADES DE LA UEM



Al mismo tiempo, hay que reconocer que la moneda única no es un requisito indispensable para el funcionamiento del mercado interior. La situación actual podría mantenerse y perfeccionarse, coordinando al máximo las políticas económicas, sin necesidad de llegar a la eliminación de las distintas monedas. Los bancos centrales saben muy bien que la autonomía en la dirección de la política monetaria y cambiaria, en el contexto actual de libre circulación de capitales, es francamente limitada. Son los mercados monetarios y financieros los que determinan la dirección de los tipos de cambio y de interés, premiando a los países ortodoxos y castigando a los que se alejan del patrón esperado. Tampoco existe una evidencia inequívoca de que las alteraciones en las paridades de las monedas frenen significativamente el desarrollo global de los intercambios y los avances en los niveles de renta y riqueza. En último extremo, la posibilidad de devaluar la moneda representa una garantía frente a una crisis inesperada que afecte a un país, permitiendo un ajuste más suave y aceptable del que, de otra forma, debería afrontarse.

Pero la UEM es algo más que la unificación de las políticas monetarias y la creación de una moneda única. Se pretende que la nueva zona monetaria se caracterice por la estabilidad macroeconómica y por el rigor en la conducción coordinada de las políticas económicas. Para ello, además de perder la capacidad de emitir moneda, los Estados pierden la posibilidad de financiarse en su banco central, deben asumir totalmente la responsabilidad por sus deudas y se ven impedidos de incurrir en déficit excesivos. Al mismo tiempo, se establece un banco central poderoso y autónomo, cuyo único objetivo es mantener la estabilidad de precios, a través de la aplicación de la política monetaria y cambiaria y de la influencia que ejercerá sobre la globalidad de la política económica de la Unión. La estabilidad macroeconómica asociada a la moneda única reducirá las incertidumbres con las que se enfrentan los gestores de las empresas, los consumidores y los inversores, rebajará los tipos de interés y permitirá el desarrollo de unos mercados financieros amplios y eficientes.

La UEM representa un reto para los países que, como España, arrastran una historia de escasa ortodoxia en la conducción de la política económica, cuyos mercados adolecen de rigideces y de excesiva intervención reguladora y cuyas empresas presentan debilidades en su capacidad competitiva frente al exterior. La depreciación de la moneda permite recuperar cómodamente la competitividad que los factores mencionados van detrayendo constantemente, pero frecuentemente va asociada a una mayor inflación, provocando una indeseable espiral y, lo que es más grave, adormeciendo el instinto de mejora de la productividad. El paso a la moneda única forzará a modificar profundamente unos hábitos muy enraizados, y es fundamental que todos los actores económicos sean perfectamente conscientes de que la UEM cambia totalmente las reglas del juego. De otra forma, las consecuencias del proyecto europeo serán nefastas para las economías nacionales que no sean capaces de adaptarse a la nueva situación.

Una de las cuestiones más complejas de la UEM es la transición a la moneda única. Unificar las monedas sin que previamente exista una única autoridad política es una experiencia de la que no existen precedentes históricos. La Comunidad ha optado por un proceso por etapas, con objetivos detallados a alcanzar en cada una de ellas y, al final, con un modelo de unión monetaria a dos velocidades: primero, los Estados virtuosos y, más adelante, el resto, a medida que sus economías se hagan acreedoras de los méritos necesarios. El primer paso se dio el 1 de julio de 1990, fecha en que el Consejo Europeo estableció el inicio de lo que el Informe Delors definía como la primera fase de la UEM. En la misma, se trataba fundamentalmente de suprimir los obstáculos a la libre circulación de capitales y reforzar los mecanismos de convergencia económica entre los Estados miembros. La segunda fase dio comienzo, tal y como estableció el Tratado de Maastricht, el 1 de enero de 1994, y en ella nos encontramos. El objetivo de esta etapa es dotar de independencia a los bancos centrales, eliminar la financiación privilegiada del sector público y seguir reforzando los mecanismos de coordinación de las políticas económicas.

La tercera fase será la definitiva, en la cual se implantará la moneda única. Los países que formen el núcleo inicial deberán cumplir los llamados criterios de convergencia (baja inflación, estabilidad cambiaria, finanzas públicas sostenibles y tipos de interés moderados). Su inicio pudiera haberse producido en 1997, pero el general incumplimiento de los criterios de convergencia ha obligado a posponer la fecha a 1999. Esta tercera y definitiva etapa, para el núcleo inicial de países, quedaría completada en 2002, de manera que el proceso habrá durado doce años en total.

Hay todavía temas por resolver, algunos de los cuales de singular importancia para el éxito del proyecto. La principal incógnita, sorprendentemente, es saber qué países van a formar parte del grupo inicial. El hecho de que en 1996 únicamente Luxemburgo cumpliera de forma estricta los criterios de convergencia y que las perspectivas para 1997, año que se tomará como referencia, no sean totalmente convincentes arroja interrogantes sobre el realismo de la transición diseñada. La decisión deberá tomarse en la primavera de 1998 a partir de los datos disponibles de 1997, en una reunión extraordinaria del Consejo. Parece claro que la tercera fase de la UEM debe comenzar, como mínimo, con Alemania y Francia más algunos otros países (Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Austria...). Pero si la formación de este grupo inicial obliga a relajar la interpretación de los criterios de convergencia, no sería extraño que finalmente en el grupo inicial entren países que suelen descartarse (España, Italia, Portugal, Suecia...). Hay que recordar, por otra parte, que dos países, Reino Unido y Dinamarca, tienen cláusulas de excepción, por las cuales no están obligados a pasar a la moneda única a menos que así lo decidan sus respectivas instancias nacionales; Dinamarca, de hecho, ya ha comunicado su intención de no integrarse. Además, la integración de Alemania está pendiente de que así lo decida su parlamento nacional, aunque el Tratado no le reconoce el derecho de abstenerse de participar en la moneda única.

Otra incógnita la constituyen los tipos de conversión a los que quedarán irrevocablemente ligados los tipos de cambio de las monedas que acce-

dan a la moneda única. Las disposiciones del Tratado probablemente harán que los tipos de conversión no se alejen demasiado de los tipos de cambio de mercado, pero debe ser el Consejo quien tome la decisión, que entrará en vigor el 1 de enero de 1999, fecha de inicio de la tercera fase. Tanto la incertidumbre previa a la decisión del Consejo sobre qué países formarán el núcleo inicial como el intervalo que va de la misma al inicio efectivo de la tercera fase pueden provocar movimientos en los mercados de cambios y monetarios que distorsionen y entorpezcan el desarrollo del proceso.

En otros aspectos, los trabajos institucionales desarrollados a lo largo de 1996 han permitido avanzar en su clarificación. En primer lugar, se ha definido la plasmación jurídica del principio de continuidad de los contratos, es decir, la forma de evitar que el paso al euro sirva de justificación para rescindir o modificar los contratos cuyo ámbito temporal supere el año 1999, sean valores, créditos, depósitos, compraventas, etc. En segundo lugar, se han concretado los elementos más importantes para modificar el mecanismo de cambios del SME, de cara a establecer un nuevo marco de relaciones entre las monedas de los países excluidos de la moneda única, el euro y el Banco Central Europeo. Por último, se ha consensuado el llamado Pacto de Estabilidad, por el cual los Estados que accedan a la moneda única se verán constreñidos a reducir o eliminar los déficit de sus cuentas públicas.

Una vez iniciada la tercera fase, el euro, nombre dado a la futura moneda única, será utilizado en las operaciones bancarias vinculadas a la política monetaria única aplicada por el Banco Central Europeo y en las emisiones de deuda pública de los Estados participantes. No será hasta tres años después, que empresas y particulares dispondrán de euros en monedas y billetes. De todas formas, el euro podrá ser utilizado como moneda escritural o contable en todas aquellas transacciones o contratos que no requieran la utilización de efectivo. En general, el paso a la tercera fase apenas será perceptible para los ciudadanos, que seguirán utilizando sus respectivas monedas nacionales tal como ahora, con la particularidad, eso sí, de que conocerán de antemano el tipo de cambio respecto al resto de

monedas participantes. Habrá perfecta sustituibilidad entre el euro y las monedas nacionales, de manera que se garantizará, absolutamente, la irreversibilidad del proceso.

El auténtico paso a la moneda única se dará a partir del 1 de enero de 2002, fecha en que se abrirá un período de seis meses a lo largo del cual debe retirarse la moneda nacional y sustituirse por el euro. Ambas monedas, sin embargo, serán de curso legal, es decir, podrán ser utilizadas como medio de pago en las transacciones económicas a decisión de las partes. La doble circulación complicará notablemente la operativa. Los comercios deberán aplicar la doble indicación de precios, proveerse de dos series de monedas y billetes y adaptar sus recibos y facturas a la moneda que solicite el cliente. Las empresas, en general, deberán adaptar su facturación, tesorería y contabilidad a la nueva moneda. Las cajas registradoras, los expendedores automáticos, los cajeros automáticos y todo el material que funcione con monedas o que indique precios se verá afectado. Los consumidores pueden encontrarse desconcertados en un primer momento, por las dificultades de utilizar los tipos de conversión y por el cambio en el precio de las cosas. El cambio físico de moneda, que se efectuará en las oficinas bancarias, puede provocar importantes problemas logísticos. Una vez finalizado el período de conversión, a partir del 1 de julio de 2002, la única moneda de curso legal en los países participantes será el euro.

Culminado el tránsito a la moneda única, puede afirmarse que los más beneficiados por la nueva situación serán los consumidores y las empresas. La desaparición de los costes de transacción y del riesgo de cambio permitirán reducir costes y estructuras en las empresas, abaratarán paralelamente los precios de venta y darán mayor fluidez y escala a los mercados productivos. La mayor estabilidad macroeconómica facilitará la planificación a largo plazo, favorecerá la inversión y estimulará el crecimiento y el empleo. Por contra, el entorno más competitivo que provocará la formación de una única zona monetaria obligará a las empresas a desarrollar su potencial de productividad para sobrevivir, mientras que los trabajadores deberán adap-

tarse a las exigencias de una mayor globalización económica, aceptando la flexibilización de los salarios y de las condiciones laborales, así como una mayor movilidad en el empleo.

El sistema bancario, en cambio, se verá afectado negativamente, por lo menos en un primer momento. A la pérdida de una sustancial parte del negocio asociado a la operativa con el exterior se sumarán los costes de transformación del aparato informático, físico (cajeros automáticos, impresos, etc.) y humano, además de los relacionados con la atención, asesoramiento y orientación a los clientes. Una vez implantada, la moneda única representará un reto, al modificar sustancialmente las grandes áreas del negocio bancario, especialmente en su vertiente mayorista, introduciendo una mayor competencia pero abriendo, a la vez, un mercado mucho más amplio, fluido y diversificado.

Los mercados financieros se verán sujetos a notables transformaciones, ofreciendo a los inversores una gama mucho más amplia de valores, mayor liquidez y un entorno más estable. La nota más destacada será la tendencia a la concentración, más intensa cuanto menos diferenciado sea el producto. El mercado de cambios del euro y el mercado monetario serán únicos para toda la Unión. Los mercados de deuda pública tenderán a concentrarse, aun sin desaparecer los mercados domésticos, y las diferencias de rentabilidad de la deuda emitida por los distintos Estados serán mínimas. También la negociación bursátil seguirá un patrón parecido, ganando posiciones las plazas que ya ahora absorben el mayor volumen.

En definitiva, para que todo este complejo proceso se culmine con éxito y constituya un nuevo hito en la historia de la integración europea es preciso que tanto Gobierno, empresas y ciudadanos sean muy conscientes de las dificultades que comporta y actúen en consecuencia. Sólo así será posible culminar uno de los desafíos más trascendentales que se han impuesto las naciones europeas desde que se iniciara el proceso de integración hace casi cincuenta años.