

EL EURO Y LA UEM

MARIA TERESA LEDO TUIEL
Servicio de Estudios del BBV



El año 1997 constituye una fecha importante para los países de la Unión Europea. Es el año de referencia para el examen de los criterios que determinarán el acceso de los países europeos a la Unión Económica y Monetaria

(UEM). Cuando ha transcurrido este año, el comportamiento de los agentes económicos muestra la confianza en que la UEM se llevará a cabo, dados los altos costes económicos y políticos de abandono del proyecto, y de que, incluso, su inicio se producirá en la fecha prevista por el Tratado de la Unión Europea, el 1 de enero de 1999. Las preocupaciones básicas se han desplazado al diseño de las políticas económicas del área, incluido el marco de relaciones entre la futura UEM y terceros países, o a la fijación de los tipos de conversión de las divisas con el euro.

Baste recordar que los países que integren la UEM perderán su soberanía en materia de política monetaria y sus monedas se convertirán en meras expresiones no decimales del euro, para ser completamente reemplazadas por la moneda única en el año 2002. Este hecho, sin precedentes históricos, supone un cambio en el marco de actuación de todos los agentes económicos: familias, empresas y sector público, y exige por ello una adecuada preparación, no sólo operativa o de adaptación al cambio de moneda, sino también estratégica. El nuevo entorno económico en Europa, caracterizado por un aumento de la competencia, se combina con un contexto internacional de baja inflación y bajos tipos de interés. Convertir la llegada del euro en una oportunidad y no en un riesgo exige un esfuerzo de adaptación adicional al mero cambio operativo.

En este artículo se plantean como objetivos, en primer lugar, acercarse a las razones que han impulsado a un grupo de países a iniciar un proceso de unión monetaria. En segundo lugar, conocer los

requisitos de acceso que se han autoimpuesto con el fin de conseguir una sostenibilidad de la UEM en el tiempo. Por último, se tratará de analizar el proceso de constitución de la UEM y de introducción del euro.

LA LOGICA DE LA UEM

NO es una idea nueva el proyecto de crear un área monetaria única en Europa. Su primer diseño se remonta a finales de los años 60 con el plan Werner. Sin embargo, las turbulencias cambiarias, que acabaron con la quiebra del sistema de cambios fijos basado en el patrón oro, y el bajo nivel de integración comercial de los países candidatos a formar una unión monetaria provocó el abandono del proyecto. Desde entonces, la idea de la unión monetaria ha estado presente en Europa, con mayor o menor fuerza según el margen que permitan los acontecimientos económicos y políticos. Su impulso definitivo correspondió al Comité Delors, que en 1989 propuso una UEM en tres etapas. Otra vez el proyecto encontró un freno; en este caso fue la unificación alemana que obligó al país impulsor del proceso, Alemania, a concentrarse en sus problemas domésticos. El Tratado de la Unión Monetaria (TUE) firmado en Maastricht en febrero de 1992, estableció el calendario definitivo de la UEM, pero antecedió a una crisis cambiaria que obligó a ampliar las bandas de fluctuación de las divisas en agosto de 1993. Pese a ello, las fechas del proceso no se modificaron y la UEM siguió adelante, siendo refrendado por el comportamiento de los inversores en 1996 y 1997. Como resultado, los tipos de interés de la deuda en los países periféricos y sus diferenciales con los países del núcleo europeo se han situado en niveles históricos mínimos.

Las razones que han inspirado este proceso son tanto de carácter económico, como de índole política. Una primera justificación es la creciente pérdida de protagonismo de Europa frente a EE.UU.

y Japón tras la segunda guerra mundial y la competencia que ha supuesto el desarrollo de los nuevos países industrializados. La UEM supone la creación de un nuevo espacio económico que, en el caso de estar integrado por los 15 países de la Unión Europea, tendría una participación en el PIB mundial y un grado de apertura similares a los de EE.UU.. El fomento de las instituciones de libre mercado, consideradas la base de una convivencia pacífica, y los límites al tamaño del sector público en la economía constituyen dos de los principios inspiradores del proyecto.

La UEM constituye, además, la culminación de un proceso de integración comercial en Europa. La reducción de los costes de transacción mediante la creación de una moneda única debe consolidar el grado de integración alcanzado. Una moneda sólida y reconocida supone además un impulso a la internacionalización de las empresas europeas y permite atraer proyectos de inversión.

Desde la óptica de las políticas económicas, la UEM supone un intento de disciplinar a los países, obligándoles a adoptar las políticas correctas, aunque probablemente sean costosas a corto plazo, para resolver los problemas que actualmente tienen planteados. Entre estos problemas destacan el elevado desempleo estructural, con cifras que alcanzan niveles máximos desde la segunda guerra mundial en algunos países del núcleo europeo (Francia y Alemania), las dificultades de sostenibilidad de los sistemas de Seguridad Social ante el creciente envejecimiento de la población, y los elevados déficit públicos. La solución habitual a los problemas de desempleo consistía en la utilización de unas políticas monetarias expansivas, que a medio plazo tienen efectos inflacionistas y limitan el crecimiento económico. Dentro de una unión monetaria los países ya no dispondrán de la posibilidad de expandir de forma autónoma su política monetaria, sino que deberán abordar la solución del desempleo con reformas estructurales.

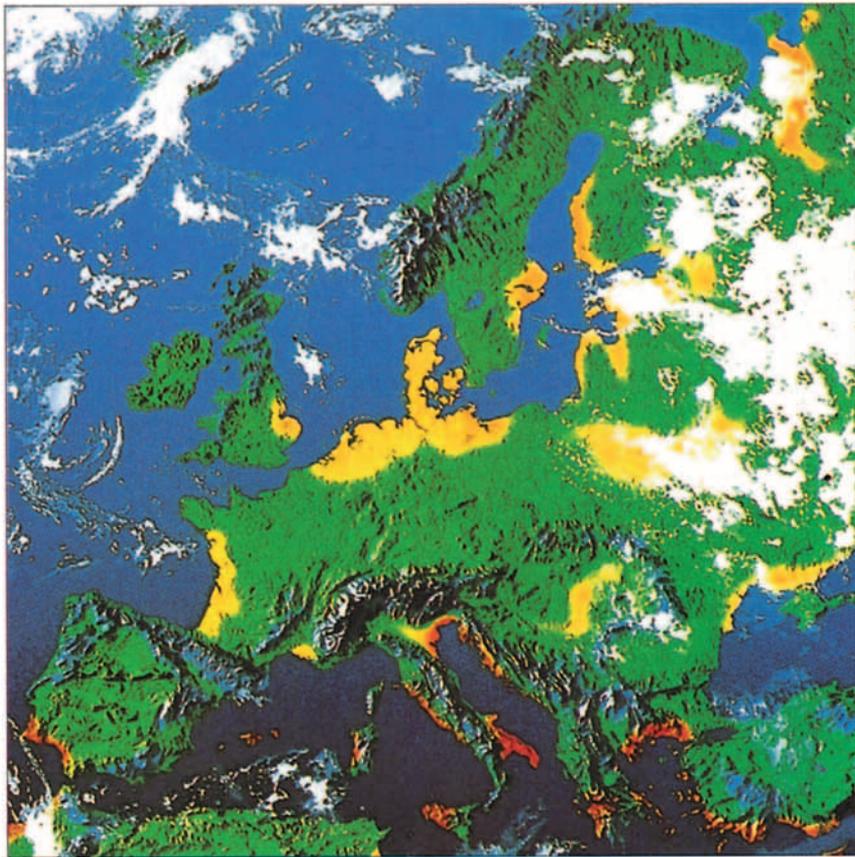
Por su parte, el incentivo a la expansión fiscal debe verse claramente frenado, no sólo por los requisitos de convergencia sino también por la reciente aprobación de un Plan de Estabilidad y Crecimiento, que incluye un objetivo de estabilidad presupuestaria a medio plazo.

Una justificación adicional para la creación de un área monetaria única es que ésta se convierte

en la alternativa más estable para los países europeos en su actual situación económica. En efecto, con un alto grado de integración económica y monetaria, la estabilidad cambiaria es un objetivo deseable. Pero esto no es posible si los países mantienen la independencia en el diseño de sus políticas monetarias: una política monetaria expansiva supone un descenso de tipos que conlleva, si hay movilidad de capitales, una de-



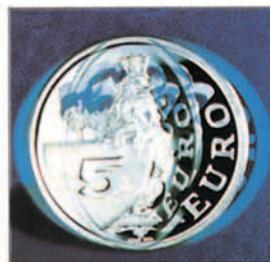
preciación de la moneda. Mantener estables los tipos de cambio obliga al Banco Central a comprar su moneda, vendiendo reservas, y esto implica un descenso de la masa monetaria, que compensa la expansión inicial. La política monetaria queda, así, sin efectos. En estas condiciones, las alternativas para un conjunto de países con un elevado grado de integración económica son establecer un sistema asimétrico o crear un área monetaria única. La solución asimétrica, es-



to es, la delegación de las decisiones de política monetaria en un país líder (Alemania), ofrece importantes desventajas: los países no participan en las decisiones de política monetaria, que serán adoptadas sólo en función de las necesidades del país líder, y el riesgo de una posible insostenibilidad de un sistema de este tipo haría que los mercados sometan a un constante escrutinio a los países implicados, castigándoles con elevadas primas de riesgo ante cualquier duda. Un claro ejemplo de las divergencias en las necesidades entre el país líder y el conjunto de países seguidores lo constituye la unificación alemana: la política fiscal expansiva, fruto de las transferencias a la Alemania del Este, necesitaba de una compensación por la vía de una política monetaria más rigurosa, mientras que la incipiente crisis económica en el resto de los países aconsejaba la relajación monetaria. El resultado fue una profunda crisis económica en Europa en los años 1992-93.

Por tanto, hay razones suficientes para defender una unión monetaria en Europa, que se convierte en la alternativa más estable ante el alto grado de integración económica entre estos países. Pero

países hacer frente a perturbaciones asimétricas, en su origen o en su transmisión, una vez iniciada la UEM y converger en renta real. En segundo lugar, el Tratado añade una condición adicional: la necesidad de que, antes del inicio de la tercera fase de la UEM, los Bancos Centrales de los países miembros tengan una total independencia.



En relación al criterio de estabilidad de precios, el Tratado exige que las tasas de inflación, observada durante un periodo de un año antes del examen, no exceda el 1,5% la de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. En el caso español, el excepcional comporta-

miento de los precios en los últimos meses ha conducido a la inflación en el mes de noviembre a una tasa de un 2,0%, similar a la alemana que se situaba en un 1,9%, mejorando el ambicioso objetivo de inflación del Banco de España de situar la inflación bajo el 3,0% en 1997. Pero no puede olvidarse que en diciembre de 1995 la inflación se situaba en un 3,2%. Dada la inercia del criterio de inflación, esto supone que desde el mes de julio de 1997, España cumple este criterio, si bien es cierto que esa misma inercia garan-

para que la UEM tenga garantías de sostenibilidad, son imprescindibles unas condiciones de acceso al proyecto y unos mecanismos de coordinación y decisión supranacional.

LOS CRITERIOS DE CONVERGENCIA

LA Unión Económica recoge en su Tratado cuatro condiciones de convergencia para los países que aspiran a formar parte de la UEM. Estos criterios se refieren a la estabilidad de precios, la sostenibilidad de las posiciones presupuestarias, la estabilidad cambiaria y la de los tipos de interés. Antes de analizar cada uno de ellos, deben hacerse dos precisiones. En primer lugar, se trata, en todos los casos, de condiciones de convergencia nominal, relegándose las variables reales a un segundo nivel en todo el proceso. En cualquier caso, sólo un alto grado de flexibilidad laboral y salarial permitirá a los

tiza que una vez alcanzado, es difícil perderlo por un dato atípico. El contexto global de estabilidad de precios en los países industriales hace que este criterio no plantee problemas y que, de acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, todos los países salvo Grecia puedan cumplirlo en 1997.

El criterio tampoco supondrá un problema para España, que alcanzará claramente un nivel por debajo del 3%. Las previsiones de la Comisión Europea señalan que sólo Grecia y Francia incumplirán este criterio en 1997. Un crecimiento más débil de lo esperado y un elevado desempleo estructural han hecho que los países del núcleo europeo encuentren serias dificultades para alcanzar el objetivo de 3% de déficit sobre PIB exigido por el Tratado. El margen de flexibilidad en la interpretación de este criterio, en los casos de que se haya reducido significativamente el desequilibrio presupuestario o concurren circunstancias excepcionales en el incumplimiento, puede constituir la solución para estos países. Puede también convertirse en la llave de acceso a la UEM de otros países que podrían estar próximos al cumplimiento del criterio, sin alcanzarlo. Esto permitirá la creación de una UEM amplia.

El problema entonces será la sostenibilidad a medio

plazo de las posiciones presupuestarias. Los países europeos han firmado un Pacto de Estabilidad y Crecimiento que exige el avance hacia el equilibrio presupuestario y sanciona a los países que superen un déficit del 3% en porcentaje del PIB, salvo en circunstancias de fuerte recesión económica. De hecho, ya se han aprobado por la Comisión Europea los planes de convergencia que muestran el interés de los países en reducir significativamente el porcentaje de déficit público sobre PIB. La incertidumbre aumenta para aquellos países que, en un intento de conseguir el cumplimiento puntual del criterio en 1997, hayan utilizado medidas de "una sola vez", aún a costa de comprometer los futuros presupuestos.

El criterio de la posición presupuestaria tiene, además, un segundo aspecto: la deuda pública no debe superar el 60% del PIB. Sin embargo,

dado que según la Comisión Europea sólo cuatro países cumplirán (de hecho, Alemania supera el ratio del 60% desde 1995) y de que el Tratado incluye un margen de flexibilidad en la interpretación del criterio que ha permitido excluir explícitamente del examen a Irlanda y Dinamarca, no parece que este criterio vaya a cerrar las puertas de la UEM a ningún país. En el caso español el porcentaje de deuda sobre PIB se situaba en un 68,7% en 1996 y, pese a la favorable evolución de los tipos de interés, que está permitiendo reducir la carga de intereses, no es posible el cumplimiento del criterio en 1997.

El tercer criterio exigido por el Tratado se refiere a la estabilidad cambiaria, y supone el respeto, durante dos años como mínimo, de los márgenes normales de fluctuación que establece el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo,

(SME) sin que se hayan producido devaluaciones frente a la moneda de ningún otro Estado miembro. En el caso particular de la peseta, en marzo de 1997 se cumplían dos años desde la última devaluación ocurrida durante la crisis del peso mejicano en el año 1995. Desde la ampliación de las bandas del Sistema Monetario Europeo (SME) al $\pm 15\%$ las divisas europeas disponen de un amplio margen de fluctuación. Estas

bandas han dotado de credibilidad a los tipos de cambio europeos, cuyas fluctuaciones se han producido en una banda estrecha, probablemente más próxima a lo que se entiende como margen normal de fluctuación, dentro de la ambigua especificación del criterio. La peseta, con una volatilidad cambiaria en niveles mínimos, similar al resto de las divisas europeas si se excluyen las divisas anglosajonas, se ha mantenido próxima a su paridad central con el marco alemán.

Por último, el Tratado exige la estabilidad de los tipos de interés, entendida como que, durante un periodo de un año antes del examen, los tipos de interés nominales a largo plazo no deben exceder en más de un 2% a los de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. Desde diciembre de 1996, España cumple este

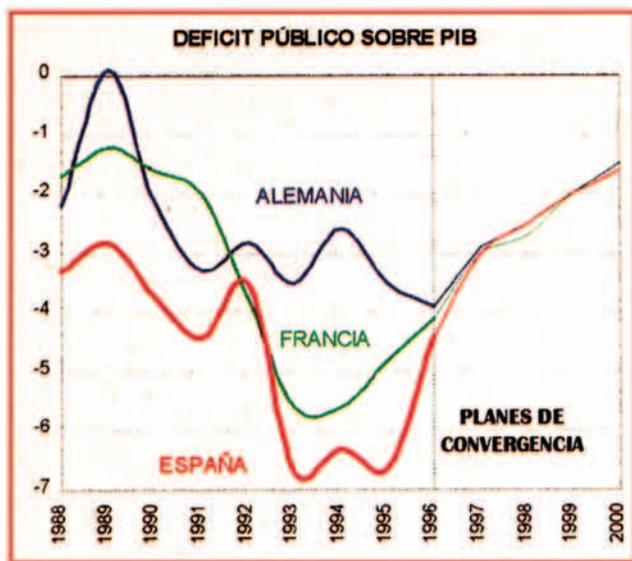


Tabla 1

**PREVISIONES DE EVOLUCION DE LOS CRITERIOS
DE CONVERGENCIA EN 1997***

	Inflación		Déficit		Deuda		Tipos Largos
	CE	FMI	CE	FMI	CE	FMI	FMI
Bélgica	1,7	2,0	2,6	2,8	124,7	127,5	5,9
Dinamarca	2,1	2,3	1,3	0,5	67,0	67,3	6,5
Alemania	2,1	1,1	3,0	3,1	61,8	61,5	5,8
Grecia	6,0	6,8	4,2	4,7	109,3	107,7	10,3
España	2,1	2,1	2,9	3,0	68,1	69,0	6,5
Francia	1,3	0,6	3,1	3,2	57,3	57,8	5,7
Irlanda	1,4	1,7	0,6	0,8	65,8	72,3	6,3
Italia	2,2	2,6	3,0	3,2	123,2	121,5	6,8
Luxemburgo	1,6	2,0	1,6	0,1	6,7	5,7	6,1
Holanda	2,1	2,4	2,1	2,1	73,4	76,1	5,7
Austria	1,9	1,6	2,8	2,5	66,1	68,1	5,7
Portugal	2,2	2,9	2,7	2,9	62,5	69,2	6,9
Finlandia	1,3	0,6	1,4	1,9	59,0	58,7	6,1
Suecia	1,6	2,3	2,1	2,1	78,7	76,6	7,1
Reino Unido	2,4	2,7	2,0	2,0	52,9	49,4	7,5
Criterio	2,8	2,3	3	3	60	60	7,5

* CE: Comisión Europea, FMI: Fondo Monetario Internacional.
Sombreados los criterios que se cumplirán.

criterio, como resultado de una notable mejora de las expectativas de los agentes sobre la economía, que se ha reflejado en la consecución de niveles históricos mínimos de tipos de interés y de diferenciales con los países del núcleo europeo.

En balance, puede afirmarse que (i) la situación española ha mejorado considerablemente convirtiendo a nuestro país en un firme candidato al acceso a la UEM y (ii) las dificultades de los países centrales en el cumplimiento de los criterios presupuestarios permiten anticipar una UEM amplia, como resultado de una probable relajación de los criterios.

EL PROCESO DE CONSTITUCION DE LA UEM Y LA INTRODUCCION DEL EURO

El examen de los criterios de convergencia tendrá lugar antes del 1 de julio de 1998, fijado en el tratado. El anuncio de los países miembros a países "ins" se producirá el primer fin de semana de mayo. Los países que no cumplan los criterios, pero que no sean excluidos definitivamente del proceso, se denominarán países "pre-ins" y serán sometidos a un nuevo examen cada dos años o, en cualquier momento a petición del propio país. Sólo un número reducido de países, cumpliendo los criterios, han decidido voluntariamente quedar fuera del proceso: son los casos del Reino Unido y Dinamarca, considerados países "opt-outs" en respuesta a los problemas políticos y a las divergencias de sus ciclos económicos con el ciclo medio europeo, y de Sue-

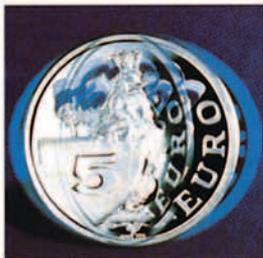
cia que, ante la necesidad de una reforma constitucional, ha decidido que no participará en la UEM en el primer momento.

Tras la determinación de los países miembros deberá constituirse el Banco Central Europeo, que será la institución encargada de decidir la política monetaria desde el inicio de la tercera fase, es decir, desde el mismo momento en el que los países cederán su soberanía monetaria. A partir de esta fecha, el tipo de interés de intervención será único, pero podrán existir diferencias en los tipos de largo plazo ligados a las condiciones de crédito y liquidez de los activos y al riesgo derivado de la existencia de políticas fiscales diferenciadas. Por tanto, los tipos de interés a corto plazo de los países miembros de-

ben converger en esa fecha. Sin embargo, en la actualidad, España tiene unos tipos de referencia de la política monetaria en 4,75%, mientras que en los países del núcleo europeo los tipos de intervención se aproximan al 3,0%. Es claro que la convergencia no se producirá hacia los tipos españoles, por lo que éstos mantienen un margen de reducción. La cuestión es hasta dónde hay margen o, expresado de otra forma, cuál será el tipo final de convergencia. La respuesta depende de la evolución de los tipos de interés en los próximos meses en los países del núcleo europeo. Esta evolución será el producto de dos fuerzas contrapuestas: por un lado, un ciclo económico moderado en Europa y una situación de estabilidad de la inflación que anticipan tipos estables en el núcleo europeo; por otro, la necesidad de ganar credibilidad del nuevo Banco Central Europeo, que supondría el inicio de una política monetaria rigurosa en estos países en los próximos meses. El tipo final quedará más próximo del tipo de interés actual del núcleo europeo que de los tipos españoles.

La fecha del 1 de enero de 1999 supondrá, además, el momento de fijación de las paridades de conversión entre las monedas de los países miembros y el euro. La decisión de estos tipos de conversión o "últimos tipos de cambio", en la que debe participar el Banco Central Europeo, constituirá una de las incógnitas de los próximos meses. Son escasas las referencias que se ofrecen en el Tratado sobre esta cuestión. Tan sólo se señala que la fijación de las paridades con el euro no debe modificar la cotización exterior

del ecu, divisa que se convertirá en un ratio de 1 a 1 con el euro. En aras de evitar una volatilidad cambiaria no deseada durante los meses previos al inicio de la tercera fase, en mayo de 1998, junto a la decisión de los países miembros, se anunciará el método de conversión cambiaria. En la actualidad se defiende como opción más probable la fijación de las actuales paridades centrales bilaterales del SME. En cualquier caso, la reducción de la incertidumbre sobre el método de conversión puede inicialmente tener efectos apreciadores sobre divisas que, como la peseta, ofrecerán en el momento del anuncio un diferencial positivo de interés a corto plazo con los tipos alemanes.



raciones en euros. Durante seis meses, desde el 1 de enero del año 2002, las monedas y billetes en euros reemplazarán a las monedas y billetes en divisa nacional, que perderán poder liberatorio al finalizar este periodo. Facilitar la adaptación de los consumidores, ofreciendo precios en moneda nacional y en euros,

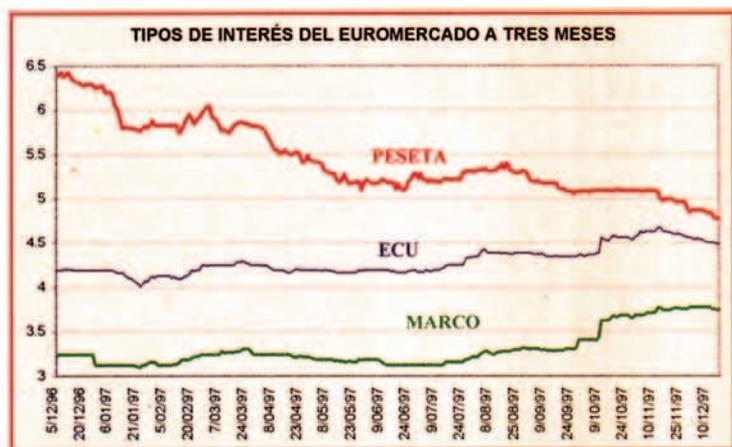
por ejemplo, será clave en este momento.

La posición de la divisa europea frente a sus principales competidoras, dólar y yen, se convierte en uno de los debates de mayor interés, surgiendo la idea de que una UEM amplia podría debilitar al euro, al incluir países con menor disciplina fiscal. Por el contrario, el exceso de reservas en dólares en los Bancos Centrales, y el limitado porcentaje que representan hoy las

reservas en divisas europeas, la opción de una política monetaria rigurosa del BCE con el fin de conseguir credibilidad y la posibilidad de una diversificación de las carteras de los inversores internacionales constituirían factores de soporte para el euro. Pero no deben olvidarse algunas cuestiones. En primer lugar, que la evolución de la divisa europea respecto al dólar y al yen, más allá de los iniciales ajustes de carteras, va a venir determinada por la posición cíclica y por el avance en la corrección de los desequilibrios económicos en Europa, Estados Unidos y Japón. En

segundo lugar, los problemas para impulsar definitivamente la actividad en Europa, combinadas con el rigor fiscal que impone el Pacto de Estabilidad, deben limitar el deseo de una divisa fuerte en Europa que añada dificultades al crecimiento económico.

En conclusión, el proyecto de UEM ha ganado credibilidad en los últimos meses. Así se ha puesto de manifiesto en la reacción a los últimos episodios de incertidumbre, como han sido las elecciones francesas de mayo, o la reciente crisis asiática. En estas ocasiones no se han observado los efectos habituales de crisis de confianza en Europa, consistentes en ventas masivas de activos y divisas de los países periféricos y en la busca de refugio en el marco alemán. Descontada la posibilidad de que la UEM tenga lugar, el camino hacia su creación y su posterior consolidación no requiere sólo de confianza, sino de un nivel adecuado de preparación ante el nuevo entorno económico que implica ■



Fijadas las paridades de conversión en el inicio de la tercera fase de la UEM, el 1 de enero de 1999 se iniciará la segunda fase en la introducción del euro, que finalizará a comienzos del año 2002. Durante este periodo el euro no circulará en forma de monedas o billetes, pero tendrá poder liberatorio en contratos, actos jurídicos y económicos. Regirá durante este periodo el principio de "no obligación, no prohibición" en el uso del euro. Ahora bien, dado que la política monetaria única se realizará en euros, los mercados financieros probablemente adoptarán de forma temprana esta moneda como moneda de denominación de los activos (tanto de la deuda pública como de los valores privados). El sistema bancario, por su parte, deberá estar preparado para ofrecer a sus clientes productos en euros y en moneda nacional y las empresas, sobre todo aquellas con proyección internacional, encontrarán ventajas en realizar ope-