

El euro, la moneda europea del siglo XXI

Francisco González

EL euro, como las contribuciones anteriores a este libro permiten advertir, admite enfoques muy diversos y es extraordinariamente amplio. Por eso, es indispensable precisar de antemano el contenido del presente texto: en primer lugar, se trata la relevancia que el euro puede tener, en el orden económico y el sistema financiero internacional, para más adelante examinar cómo va a afectar a los distintos agentes económicos del área de la moneda única. A continuación, se plantean las dificultades principales para el éxito del proyecto y cómo pueden afrontarse. Por último, se exponen unas consideraciones acerca de las perspectivas del euro y, en concreto, el debate acerca de si el euro será una moneda fuerte o no.

El problema con que nos enfrentamos todos, a la hora de considerar las implicaciones de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y de la implantación del euro, es la imposibilidad de sacar lecciones de experiencias comparables en el pasado. Éstas suelen ser demasiado remotas, se llevaron a cabo en un contexto económico y social completamente diferente y, en general, representan experimentos de mucha menor magnitud.

Sin embargo, se pueden destacar dos lecciones, a mi juicio básicas, de experiencias pasadas; las dos, quizá no por casualidad, implican a Alemania en dos períodos muy diferentes de su historia.

La primera es la Unión Aduanera o *Zollverein*, establecida en 1834, entre los diferentes Estados soberanos en los que entonces se dividía Alemania. Con el tiempo, la *Zollverein* dio lugar a un sistema de tipos de cambio fijos entre la moneda que entonces se utilizaba en el norte (el *thaler*) y la del Sur (el *gulden*) que, en la práctica, equivalía a una unión monetaria. Ésta se produjo de *iure* cuando ambas monedas se fundieron en el marco, una vez que se produjo la unificación política de Alemania en la década de 1870. Muchos historiadores coinciden en señalar la influencia que tuvo el proceso de integración monetaria para la integración política alemana. Éste será

Francisco González es Presidente de Argentina.

una de los resultados más importantes del euro y también uno de los más difíciles de valorar: la desaparición de las monedas nacionales actuará, a medio plazo, como un poderoso agente de integración de los países europeos, en aspectos mucho más amplios que el puramente monetario.

El otro precedente es contemporáneo: la reunificación alemana. Pocos hechos han tenido un peso más importante en la evolución de las economías europeas que la unión del marco occidental y el oriental. La escala de esta operación es muy inferior a la de la UEM y, sin embargo, resulta claro que la tasa de conversión entre una y otra moneda, de uno a uno, establecida por motivos políticos —comprensibles, por otra parte, en este caso concreto— y sin un fundamento económico, ha condicionado las políticas económicas y monetarias europeas desde entonces y ha afectado, de manera profunda, la vida diaria de empresas y familias en países muy distantes de las zonas directamente involucradas.

De los dos ejemplos se pueden extraer consecuencias muy relevantes: la primera es que la UEM es un paso decisivo en un proceso más amplio de integración europea. La segunda, que este paso requiere una razonable seguridad de que se da en condiciones apropiadas, porque sus repercusiones, para bien o para mal, serán muy importantes, desde luego, para todos los europeos, pero también para la evolución económica —y política— mundial.

El establecimiento del euro, lejos de ser algo que incumba sólo al ámbito de la alta política, las finanzas o la gran empresa, es una decisión muy importante que nos afectará a todos en los próximos años. O, por decirlo en otros términos, es una extraordinaria oportunidad para mejorar el nivel de bienestar de los europeos, pero también conlleva riesgos proporcionales.

Unas cuantas cifras bastan para dar una idea de la magnitud del fenómeno "euro". La futura UEM será, por su tamaño y capacidad económica, un bloque clave para la evolución económica mundial. Si consideramos que puede estar constituida por los 15 países que ahora conforman la Unión Europea (UE) —seguramente no todos serán miembros al principio, pero pueden serlo, junto con otros países, en pocos años—, la población del área del euro será de 370 millones, frente a 260 de Estados Unidos, y representaría algo más del veinte por cien del PIB mundial (algo mayor que el de EE UU). Un porcentaje sólo ligeramente inferior del total mundial representaría su comercio exterior; en este aspecto, también la UEM aventajaría ligeramente a Estados Unidos.

Todo ello significa que la creación del euro va a suponer una transformación notable del vigente sistema monetario internacional.

En principio, cabe pensar que la aparición del euro representará la consolidación del predominio de tres monedas: el dólar, el yen y el euro. Debido a la mayor dependencia de Japón con respecto a Estados Unidos, el yen tiende a ligarse al dólar y es previsible que sean esta última moneda y el euro las que compitan más abiertamente. Como resultado, Europa tendrá una capacidad mayor de influencia en la coordinación monetaria internacional. Que esta influencia se desarrolle en plenitud exige, sin embargo, que se vaya definiendo de forma más clara la atribución efectiva de competencias en la política cambiaria europea, que en el Tratado se presenta de manera ambigua y repartida entre el Banco Central Europeo (BCE) y el Ecofin.

Con independencia de las cuestiones institucionales, la importancia de la moneda europea en el contexto financiero internacional vendrá dada por el aumento de las transacciones comerciales y financieras denominadas en euros, limitadas, hasta ahora, por la fragmentación de las divisas europeas. En el terreno comercial, a pesar del predominio de Europa en el comercio internacional (el cuarenta por cien, si se incluye el que se realiza entre países de la UE, frente al doce por cien de Estados Unidos), el dólar es, con diferencia, la divisa de denominación predominante, con cerca del cincuenta por cien del comercio mundial frente a aproximadamente un 33 por cien del conjunto de las divisas europeas.

Esta desproporción es incluso mayor en las transacciones financieras. Así, por ejemplo, mientras que los emisores europeos en los mercados internacionales de valores son el cincuenta por cien —frente al diez por cien de Estados Unidos—, sólo se denominan en monedas europeas un tercio de las transacciones, una proporción parecida a la del dólar.

La sustitución de las diferentes monedas europeas por una sola tenderá a corregir estas desproporciones. Y, contrariamente a lo que se pueda pensar, esto no afecta sólo a los intermediarios financieros especializados, sino que tiene importantes repercusiones en la vida diaria de las personas y de las empresas. Algunas de las más importantes se resaltan a continuación.

En primer lugar, la denominación de las transacciones comerciales en la moneda propia reduce las incertidumbres de los importadores y los exportadores y les ahorra costes que son, precisamente, los derivados de tener que cubrir los riesgos de una evolución des-

favorable del tipo de cambio propio frente al de la moneda de denominación. Otro importante beneficio se deriva del atractivo del euro para los ahorradores de otras áreas: el flujo de recursos que afluirán a los mercados financieros europeos aumentará la liquidez de éstos y contribuirá a mantener tipos de interés moderados. Todo ello facilitará la financiación de las empresas y las familias europeas y representará un ahorro notable de costes financieros, así como un estímulo adicional a la inversión.

Estas ganancias no serán las únicas que produzca el euro. Quizá las más importantes se generen dentro de la propia área del euro, más que en el contexto internacional. Así, dado que el comercio intra-UE es el componente actual más importante del comercio exterior de los países de la futura área del euro, la desaparición de las monedas europeas representa un ahorro mucho mayor en términos de disminución del riesgo cambiario y de los propios costes de transacción del cambio de monedas.

Pero, posiblemente, las mayores ventajas se producirán en el terreno de la transparencia del esquema de precios. La existencia de los tipos de cambio significa una segmentación importante en los países europeos, que dificulta que se llegue a dar de un verdadero Mercado Único. Al existir una sola moneda, es más fácil que todos los agentes tengan acceso a los productos disponibles en cualquier parte del área que reúnan las mejores condiciones de calidad y precio.

Estos beneficios de la unión monetaria serán compartidos por todos los países miembros. Sin embargo, algunos de ellos obtendrán ventajas particulares. En concreto, aquéllos, como España, donde existe una menor tradición de estabilidad macroeconómica, verán consolidado un panorama de baja inflación y tipos de interés moderados y estables, con una reducción significativa de las primas de riesgo que hasta ahora incorporaban sus pasivos financieros.

Estas ventajas supondrán un aumento del bienestar y la prosperidad de los habitantes de la Unión Europea. El resultado de este proceso será, sin duda, positivo en su conjunto, pero deben señalarse dos aspectos clave: el primero, que no todos sacarán ventajas del euro en la misma medida; el segundo, que el volumen total de los beneficios que reporte el euro no está predeterminado. Se han hecho, por supuesto, diferentes estimaciones sobre esta cuestión. Mediante cálculos del ahorro de costes de transacción y cobertura se ha llegado a cifras de hasta el uno por cien del PIB anual del área, que aún representando una ganancia de cuantía enorme, puede estar incluso subvalorada por no tener en cuenta los efectos dinámicos, de estímulo de

la actividad, que pueden generarse. No obstante, los beneficios que reporte el proyecto dependen, en gran medida, de un diseño y una realización adecuados; en el límite, un fracaso de la UEM, una vez que ésta se ponga en marcha, conllevaría pérdidas elevadísimas.

En todo caso, la implantación del euro es un proceso que implica costes. Tales costes son de ajuste al nuevo entorno, de manera que se presentan en las fases iniciales del proceso —o, incluso, antes de su comienzo—, mientras que los beneficios se irán presentando gradualmente y sólo serán plenos una vez que el ajuste de los agentes haya culminado.

En general, todos ganan con la mayor estabilidad macroeconómica, la eliminación de la incertidumbre y la mayor agilidad de las transacciones. Sin embargo, pueden diferenciarse distintos tipos de agentes: los particulares, como consumidores y ahorradores, serán los principales beneficiarios de la estabilidad de precios y este beneficio será superior para aquéllos menos sofisticados y con menor capacidad para protegerse de la erosión del ahorro por la inflación. La extensión de la competencia al ámbito europeo y la mayor transparencia del esquema de precios permitirá a las familias un mejor acceso a los productos y servicios con mejor calidad y precio. El estímulo a la actividad que genere la UEM redundará, en definitiva, en una mejora de las condiciones del mercado laboral y en un mayor bienestar. Con todo, estos agentes tendrán que afrontar ciertos costes del ajuste, particularmente si la paridad entre la moneda nacional y el euro no es fácilmente divisible —como seguramente será el caso—. Hay que señalar, por otra parte, el hecho de que el impacto de políticas económicas nacionales inadecuadas, en las condiciones vigentes en la UEM, se producirá de manera más directa sobre la actividad y el empleo, lo cual puede tener consecuencias importantes sobre cómo se perciba en diferentes áreas de la UEM el balance entre sus beneficios y sus costes.

Las empresas encuentran en el euro una gran oportunidad, pero también riesgos notables. En principio, todas ellas tenderán a beneficiarse de un contexto de tipos de interés reducidos y estables y mayor competencia en los mercados financieros, así como de la eliminación de costes de transacción y de cobertura de riesgos cambiarios. El aumento del comercio intracomunitario generará también ventajas, tanto en lo que se refiere a los costes de *inputs* necesarios para la producción como de nuevos mercados donde venderla.

En contrapartida, las empresas tendrán que adaptarse al nuevo contexto, y los costes de esta adaptación serán desiguales: menores

para las empresas que ya operan en varios países europeos y mayores para las que se concentran en el mercado doméstico.

Por lo que respecta a los riesgos, en la mayor parte de los sectores el euro representará un aumento de la competencia. Habrá ganadores y perdedores. Algunas empresas prosperarán aún más en este nuevo entorno, en razón de su mayor flexibilidad y eficacia, mientras que otras se verán incapaces de mantenerse en el mercado.

Estas consideraciones son particularmente válidas para las instituciones financieras, porque para éstas el entorno se modifica radicalmente: el dinero, que es el objeto del cambio básico de la UEM, es a la vez, la esencia de su negocio. En consecuencia, el ajuste requerido es más difícil y costoso y las repercusiones en el ámbito de la competencia son mucho más acusadas. Los usuarios de los servicios financieros serán los máximos beneficiarios de todo ello, así como las entidades bancarias más eficaces, en detrimento de aquellas que no estén a la altura de las circunstancias.

La realización de la UEM ofrece la oportunidad de alcanzar niveles más elevados de bienestar para todos los europeos y puede tener un efecto impulsor notable sobre otras economías. Pero la materialización de estas potencialidades requiere actuaciones adecuadas, no sólo por parte de los agentes privados, sino también por los poderes públicos. En este sentido, el papel fundamental de las autoridades públicas consiste en aumentar la capacidad de adaptación de las economías europeas y en desarrollar un esquema de cooperación, entendida como el respeto de unas reglas del juego iguales para todos, con incentivos que primen debidamente el rigor y la eficacia a todos los niveles: el de los poderes públicos, las empresas y los ciudadanos, de manera que resulten beneficiados aquéllos que demuestren mayor capacidad de innovación, energía y acierto en sus decisiones.

La UEM, frente a la mayor parte de las uniones monetarias que conocemos, de ámbito nacional, presenta características bastante peculiares: por una parte, el presupuesto central, que podría utilizarse con propósitos de redistribución, es pequeño y las políticas fiscales van a quedar bajo la soberanía de cada país miembro, por lo que, en principio, podrían diferenciarse significativamente. Al mismo tiempo, la integración del mercado de trabajo, limitada por barreras lingüísticas y culturales, será relativamente escasa y, desde luego, muy inferior a la de los mercados financieros y de bienes.

En este contexto, perturbaciones que afecten a un área determinada de la Unión pueden tener una repercusión muy negativa sobre el empleo. Para atender estos problemas, no se podrá contar con

políticas monetarias o cambiarias diferenciadas, puesto que serán únicas y se orientarán en función de las condiciones del área del euro en su conjunto. Por ello, puede existir la tentación por parte de los gobiernos de recurrir a un uso excesivo de las políticas fiscales como instrumento de regulación de la demanda, y esta eventualidad podría acarrear problemas serios para la solidez de la moneda única y la estabilidad del área.

Estos son riesgos suficientemente destacados en la literatura económica, al igual que los problemas derivados de una hipotética convergencia real insuficiente entre los países miembros; existen también riesgos vinculados, por ejemplo, a la posible disparidad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en distintas partes de la Unión. Tales riesgos son claramente percibidos, y su prevención es, en definitiva, lo que ha motivado el establecimiento de los criterios de convergencia que, siendo discutibles en su formulación exacta y en las cuantías de los límites, constituyen, sin duda, una garantía de que los países que acceden a la UEM no lo hacen en condiciones inadecuadas.

Además, la UEM se ha dotado de mecanismos diseñados para salvaguardar su estabilidad. El BCE será una autoridad monetaria independiente, encargada legalmente del objetivo de alcanzar y preservar la estabilidad de precios. Existe, por una parte, un compromiso expreso de *no bail-out*, es decir, cada país será absolutamente responsable del pago de su deuda pública, sin que la UE pueda asumir compromiso alguno a este respecto. En estas condiciones, y dado que ningún país podrá recurrir al impuesto inflacionista para reducir sus cargas financieras, los mercados cooperarán eficazmente con la disciplina fiscal, puesto que el crecimiento de la deuda pública estará estrechamente correlacionado con los tipos de interés a los que haya que financiarla. Por último, se plantea el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que limita los déficits públicos e impone, en una perspectiva de medio plazo, que los países tiendan al equilibrio presupuestario, so pena de sanciones muy significativas.

Estas disposiciones, con independencia de la polémica que puedan suscitar determinados aspectos de su diseño, contribuyen a mejorar las perspectivas de éxito de la unión monetaria; éxito que, en definitiva, no consiste sino en aumentar el bienestar de sus ciudadanos.

Ahora bien, las reglas acordadas para todos no son condición suficiente para el éxito de la UEM, que está vinculado a la gestión de los gobiernos nacionales y a la actuación del conjunto de los

agentes. Como ya se ha señalado, las políticas económicas nacionales pueden y deben hacer mucho más en esta línea, a través del establecimiento de unas reglas del juego que orienten el comportamiento de los agentes hacia patrones compatibles con la estabilidad macroeconómica, la flexibilidad y la eficiencia. En este marco, las políticas de reformas estructurales desempeñan un papel importantísimo.

Tales reformas estructurales son las que, a medio plazo, y más allá de las normas acordadas, ponen las bases para que las exigencias que plantea la UEM puedan sostenerse sin tensiones excesivas y el euro, efectivamente, reporte prosperidad y bienestar. En conjunto, los cambios que deben introducirse en las economías europeas deberían orientarse a: atacar el problema del desempleo, contribuir al saneamiento de las finanzas públicas y al mantenimiento de un contexto de baja inflación y facilitar la integración armónica de los países en el área del euro, disminuyendo el impacto de posibles *shocks* negativos específicos de algún área o región.

Todos estos elementos están estrechamente interconectados y sólo son abordables mediante una gama muy amplia de acciones que haga más competitivas a las economías europeas. Entre ellas se ha señalado con frecuencia la importancia de flexibilizar el mercado de trabajo, condición deseable siempre para una prosperidad sostenida de las economías, pero en el contexto de la UEM, probablemente, imprescindible. El mayor riesgo de la unión monetaria es la falta de mecanismos que compensen un impacto desfavorable sobre una parte del área. En estas condiciones, el ajuste se produce muy directamente sobre el nivel de actividad. Con un mercado de trabajo rígido, el resultado, como hemos tenido ocasión de comprobar en España, es la destrucción del tejido productivo y un aumento permanente del nivel de paro. Por el contrario, un mercado laboral más flexible permite, por una parte, limitar la pérdida de empleos y, sobre todo, una recuperación mucho más rápida del nivel de empleo, una vez que la coyuntura económica comienza a mejorar.

Por otra parte, las economías europeas mantienen una evolución demográfica que va a llevar, en los próximos quince o veinte años, a un aumento muy importante del número de personas que recibe una pensión de jubilación. Cálculos de la OCDE estiman que, con los mecanismos de previsión social actualmente existentes, esta tendencia llevaría en veinte años, en la mayor parte de los países europeos, incluida España, a un esfuerzo presupuestario adicional en torno a cinco o seis puntos del PIB cada año. Ello quiere decir que mantener los esquemas actuales conduciría, a medio plazo, a una situación

fiscal insostenible. Este problema obliga, desde luego, a plantearse una modificación de los sistemas vigentes de protección social, pero suscita una cuestión de orden todavía más general, como es el replanteamiento de la configuración del sector público.

La necesidad de esta revisión no sólo se deriva de la evolución demográfica, sino también del propio diseño de la UEM, que incide sobre las cuestiones relativas a los ingresos del Estado: en el nuevo marco resulta imposible mantener esquemas nacionales de imposición fuertemente diferenciados, porque las divergencias nacionales en este campo son un poderoso factor distorsionador de la competencia y de la asignación de los recursos.

Estos problemas, con toda probabilidad, se plantearán de forma más rápida e intensa con la tributación de las rentas del ahorro, debido a la absoluta libertad de movimientos de capitales; sin embargo, tan importantes, o más, son las distorsiones que pueden producirse con la tributación de las rentas del trabajo. Éstas no serán tan llamativas a corto plazo, por la menor movilidad del factor trabajo en el área, pero precisamente por ese motivo, pueden introducir perturbaciones más permanentes en la asignación de los recursos y en la estructura de costes y precios entre los distintos países europeos.

La corrección de estas discrepancias, por diferentes motivos, ha de generar una tendencia a la baja de la presión fiscal en Europa. El primero es de orden práctico: aquellos países del área con una tributación más ligera obtienen una ventaja competitiva. Pero existen razones más fundamentales, vinculadas a la necesidad de competir en una economía globalizada, que ya está mostrando cómo niveles excesivos de ingresos y gastos públicos limitan las potencialidades económicas.

La tendencia al aumento del gasto en previsión social y la necesidad de reducir la presión fiscal deben llevar a un replanteamiento del papel del sector público en la economía. La mayoría de los países europeos son economías muy desarrolladas, capaces de proporcionar un alto nivel de bienestar a sus ciudadanos y de ofrecerles un grado razonable de seguridad; aunque puede haber discrepancias sobre lo que es "razonable", habrá que dejar en el futuro mayor margen para que sea cada individuo, en razón de sus propias preferencias y su esfuerzo, el que complemente lo que el Estado pueda ofrecer.

Por último, es importante, dentro de este juego de incentivos que permita extraer las ganancias latentes en el establecimiento del euro, que se produzca una desregulación amplia de la economía, que alcance a múltiples aspectos y sectores y que debe complementarse

con mecanismos que fomenten la competencia y vigilen que ésta se pueda desarrollar libremente.

Este marco general creo que, en la actualidad, es ampliamente compartido. La mayor parte de los gobiernos europeos está avanzando en esta dirección, estimulados por los éxitos de aquéllos que, hasta ahora, han dado pasos más decididos. Tales reformas y cambios son difíciles y requieren un amplio consenso social. No es de extrañar, por consiguiente, que se susciten resistencias en determinados momentos, particularmente con coyunturas cíclicas adversas. Sin embargo, resultan absolutamente necesarios, y aquellos países que progresen por esta vía encontrarán más fácil su ajuste a la UEM y obtendrán más provecho de las ventajas que ésta reporte.

No es el propósito de esta nota examinar en detalle el caso español; sin embargo, quizá no esté de más detenerse aquí a comentar brevemente la situación española en relación con el proceso de la unión monetaria.

España ha presentado excelentes resultados económicos en el período más reciente: estamos creciendo, desde 1995, a tasas superiores a la media europea, y por encima de los principales países implicados en la UEM (Alemania, Francia o Italia). La inflación ha descendido de manera drástica y el déficit público se está recortando significativamente. Los mercados financieros han validado estos logros, de forma que la peseta ha mantenido una gran estabilidad y los tipos de interés a largo plazo han registrado amplios recortes. En consecuencia, las perspectivas españolas de cumplir, incluso de una manera estricta, con los criterios de convergencia son muy elevadas; superiores, incluso, a las de ciertos países imprescindibles para abordar la creación del euro.

Todo ello, sin embargo, no debe ser motivo de una excesiva complacencia. Hemos avanzado mucho, pero nos queda quizá la parte más importante, que es dotarnos de los mecanismos que garanticen que esos logros se van a consolidar. Hasta ahora, la política monetaria ha mantenido una cautela muy elogiada; actitud adecuada para una institución que debe preocuparse, primordialmente, por la estabilidad de precios. No debe, además, olvidarse el importante papel que han desempeñado en la reducción de los precios un clima exterior favorable y una evolución extremadamente positiva de partidas tales como los alimentos. Por otra parte, existen algunos elementos preocupantes, como la evolución de la inflación en los servicios y el propio comportamiento de los salarios, que inducen a recomendar prudencia. Pero la política monetaria no puede, por sí sola, garanti-

zar la estabilidad de los precios. La política fiscal y los propios rasgos estructurales del proceso de fijación de precios en nuestra economía deben contribuir a este propósito.

En la política presupuestaria hemos progresado mucho, pero también hemos de ser conscientes de que, en cierta medida, ello obedece a decisiones de carácter extraordinario. Hace falta, todavía, avanzar en el saneamiento a medio plazo de las finanzas públicas. Finalmente, las reformas estructurales están en una fase inicial, a pesar de algunos logros muy relevantes.

Están anunciados y previstos progresos adicionales en esta dirección; todos confiamos en que tales progresos se materialicen. Yo sólo quiero insistir en que es importante avanzar, y que lo sería en cualquier circunstancia, pero que la llegada del euro aumenta la urgencia, porque, seguramente, el impacto de un fracaso en la UEM sería mucho peor que el de no acceder a ella.

En parte, el éxito de la UEM puede medirse por la fortaleza del euro. Ésta no debe ser considerada como un bien en sí mismo, sino como el resultado de que la UEM sea un espacio macroeconómicamente estable y equilibrado, con una cohesión suficiente en su política económica y, por tanto, con perspectivas de crecimiento.

A la hora de examinar cómo puede ser el futuro euro, conviene tener en cuenta una serie de datos básicos. En primer lugar, la política monetaria europea se basará en la evolución de variables internas: los objetivos de la política monetaria, aún por decidir, se fijarán bien en términos de la tasa de inflación o bien en términos del crecimiento de un agregado monetario amplio. Existen muchas probabilidades de que se llegue a algún tipo de esquema "mixto" de política monetaria, con un papel importante de las dos variables. En cambio, muchas razones aconsejan excluir el tipo de cambio como objetivo de la política monetaria: la UEM será un espacio económico muy grande, con un grado de apertura al exterior mucho más reducido que el actual de los países que la compongan y, sobre todo, parece ilógico fijar la paridad con el dólar, porque en ese caso sería la política económica estadounidense la que determinaría las condiciones monetarias en Europa.

En consecuencia, el régimen del euro será uno de flotación frente al dólar y el yen, y puede esperarse que los márgenes de fluctuación de la paridad con estas divisas sean bastante amplios, como lo son actualmente, por ejemplo, los del marco frente al dólar, sin menoscabo de que en determinadas ocasiones se produzcan intervenciones concertadas, fruto de la coordinación monetaria inter-

nacional, para corregir comportamientos de las divisas que se juzguen indeseables o no acordes con los fundamentos respectivos.

Es decir, que, en definitiva, el euro podría mantener oscilaciones de cierta importancia con respecto al dólar y al yen, en función de la situación cíclica respectiva de las diferentes economías y de los cambios en los diferenciales en los tipos de interés a corto plazo.

Es bastante difícil pronunciarse sobre si el euro será o no una moneda fuerte en un momento determinado y, singularmente, en su período inicial de vida. Posiblemente, el factor más importante que determine su grado de fortaleza inicial sea el grado de rigor con el que se apliquen los criterios de convergencia. Si, efectivamente, éstos se relajaran de manera notable, hasta el punto de que se apreciara un menor compromiso con las metas de equilibrio presupuestario enunciadas en el Pacto de Estabilidad, el euro podría tender a debilitarse. Tal situación sería peligrosa, en la medida en que pudiera disminuir la confianza en el futuro de la UEM y socavar el apoyo de los ciudadanos, que se encontrarían con que buena parte de los beneficios esperados del euro no se manifestarían en esta fase. Tal situación se vería agravada si la coyuntura cíclica europea no hubiera mejorado lo suficiente para entonces, porque ello empeoraría los problemas presupuestarios y dificultaría la aplicación de una política monetaria algo más restrictiva, necesaria para sostener la cotización del euro.

Sin embargo, existen otros motivos que llevan a pensar en la dirección contraria. El primero de ellos es que el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) tenderá en su período inicial a mantener un tono riguroso, con el propósito de consolidar su credibilidad anti-inflacionista. A este respecto, es también importante que el criterio de inflación se cumpla con generalidad y de manera estricta y que la convergencia se produzca a tasas históricamente bajas de crecimiento de los precios. Por otra parte, puede señalarse que, en 1999, el ciclo económico europeo, de acuerdo con la mayor parte de las previsiones, habrá evolucionado hacia una situación de mayor actividad, mientras que el norteamericano tenderá a encontrarse en una fase más baja.

Por último, puede destacarse que el conjunto de los bancos centrales europeos dispone de un volumen elevadísimo de reservas, en cuyo mantenimiento ha sido razón decisiva la obligación de sostener los compromisos cambiarios del Sistema Monetario Europeo (SME). Una vez en la UEM, la necesidad de reservas por este motivo se ve muy disminuida y los países europeos podrían disponer de

ellas para mantener la cotización del euro en caso necesario. Es claro que, aunque la cifra de negociación en los mercados mundiales de divisas es tan elevada que no hay cantidad de reservas que proteja a una divisa de un fuerte ataque especulativo, en condiciones de flotación y sin límites de fluctuación predeterminados, la intervención cambiaria es mucho más eficaz.

Con todo, la cuestión de si el euro se apreciará o depreciará a corto plazo frente al dólar no es la cuestión clave. Lo que resulta verdaderamente importante es su evolución a medio y largo plazo. Con esta perspectiva, un euro fuerte, es decir, que no pierda valor frente al resto de las principales divisas internacionales, depende, fundamentalmente —y aquí está la verdadera importancia de la fortaleza de la divisa—, de que la inflación europea sea menor, o al menos similar, a la de las principales áreas económicas y, concretamente, a la de Estados Unidos.

En relación con este aspecto, debemos tener confianza. El éxito de la UEM está indisolublemente ligado al mantenimiento de un contexto de estabilidad de precios; en cierta medida, se puede vaticinar que el euro será fuerte o no será, porque un contexto de inflación arruinaría la unión monetaria. Éste es, posiblemente, el aspecto en que los acuerdos institucionales para la constitución de la UEM han hecho mayor hincapié. El SEBC tiene como objetivo primordial la estabilidad de los precios y se le ha dotado de plena independencia para conseguirlo. El Pacto de Estabilidad, por su parte, representa una salvaguardia muy poderosa frente al crecimiento de la deuda pública, que pudiera, a su vez, generar la tentación de una monetización. Todo ello debe impulsar una demanda importante de euros por parte de no residentes en el área, que reequilibre el peso relativo de las principales divisas en favor de la moneda europea. Por consiguiente, el euro, a medio plazo, reúne las condiciones para ser una moneda fuerte que contribuya a un contexto de estabilidad macroeconómica y sustente la prosperidad de los países europeos y, en definitiva, el éxito de la UEM.