

RAMÓN TAMAMES

**LA UNIÓN MONETARIA Y EL EURO:
EN LA RECTA FINAL**



DEL SME A LA UNIÓN MONETARIA (UM)

INFORME DELORS, MAASTRICHT Y CALENDARIO DE MADRID

EURO Y BANCO CENTRAL EUROPEO

CONVERGENCIA Y ESTABILIDAD

LA HORA DE LA VERDAD: LOS SOCIOS FUNDADORES

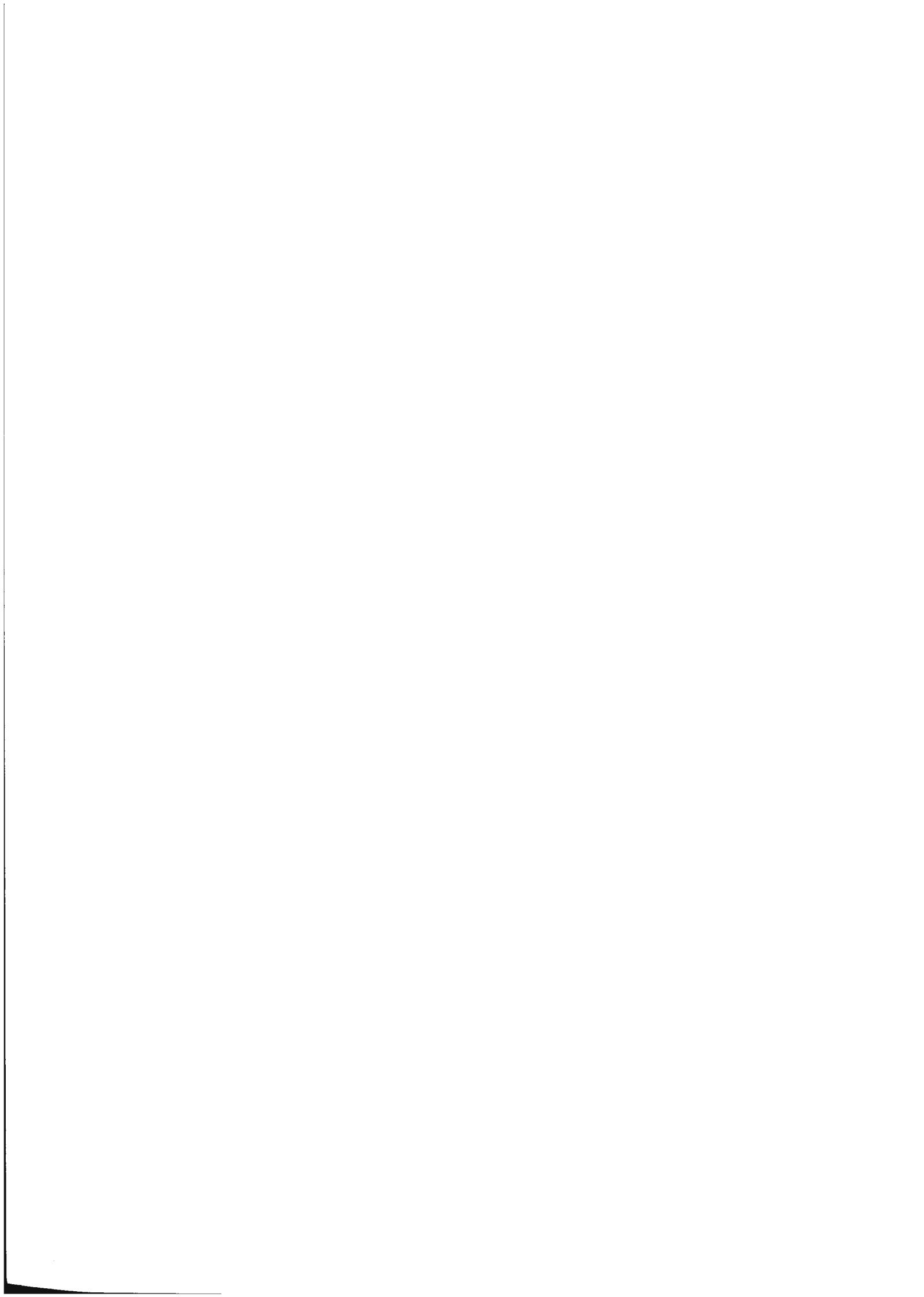
TRANSICIÓN A LA MONEDA COMÚN: PREVISIONES E INCOGNITAS

IMPACTOS DE LA UM EN EL SECTOR FINANCIERO Y LAS EMPRESAS

COSTES DE LA UM: CAMBIO EXTERIOR Y PRESUPUESTOS

CONCLUSIONES: UM Y FUTURO DE EUROPA

EDIMADOZ



1016917

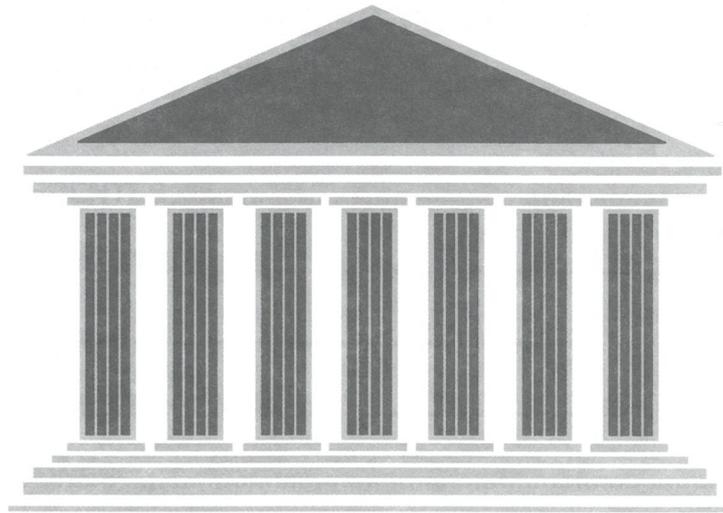
R. 500825

16.2

TAM

RAMÓN TAMAMES

**LA UNIÓN MONETARIA Y EL EURO:
EN LA RECTA FINAL**



DEL SME A LA UNIÓN MONETARIA (UM)

INFORME DELORS, MAASTRICHT Y CALENDARIO DE MADRID

EURO Y BANCO CENTRAL EUROPEO

CONVERGENCIA Y ESTABILIDAD

LA HORA DE LA VERDAD: LOS SOCIOS FUNDADORES

TRANSICIÓN A LA MONEDA COMÚN: PREVISIONES E INCOGNITAS

IMPACTOS DE LA UM EN EL SECTOR FINANCIERO Y LAS EMPRESAS

COSTES DE LA UM: CAMBIO EXTERIOR Y PRESUPUESTOS

CONCLUSIONES: UM Y FUTURO DE EUROPA

EDIMADOZ

© EDIMADOZ
Paseo de la Castellana, 100
28046 MADRID
Tfno.: (91) 411 43 15
Fax: (91) 563 84 00
E-mail: castecien@bitmailer.net

ISBN: 84-922814-0-5
Depósito legal: M. 19.594/1997
Impreso por: Fernández Ciudad, S. L.
Catalina Suárez, 19. 28007 Madrid

LA UNIÓN MONETARIA Y EL EURO: EN LA RECTA FINAL

	<u>Págs.</u>
PRESENTACIÓN	viii
CAPÍTULO 1: LAS BASES DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO (SME)	1
1. LOS ANTECEDENTES	1
2. LOS PIVOTES BILATERALES	5
3. EL ECU.....	9
4. INDICADOR DE DIVERGENCIA.....	10
5. INTERVENCIONES	16
6. EL PERFECCIONAMIENTO INACABADO.....	17
7. TURBULENCIAS MONETARIAS 1992/1993	18
8. LA AMPLIACIÓN DE LA BANDA DEL SME	21
9. RETORNO DE LA LIRA Y NUEVOS MIEMBROS DEL SME (AUSTRIA Y FINLANDIA)	25
CAPÍTULO 2: UNIÓN MONETARIA, FASES PRIMERA Y SEGUNDA, IME	28
1. EL ACTA ÚNICA EUROPEA DE 1987	28
2. EL INFORME DELORS 1989.....	31

3. LA CONFERENCIA DE MAASTRICHT	32
4. LA UM EN EL TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA (TUE).....	33
4.1. Filosofía del Tratado.....	34
4.2. Teoría de las áreas monetarias óptimas	35
5. PRIMERA FASE: LIBERACIÓN DE CAPITAL Y PAGOS	37
6. SEGUNDA FASE.....	38
6.1. Prohibición de crédito al sector público	38
6.2. Condiciones presupuestarias	39
6.3. Independencia de los bancos centrales	41
7. CRITERIOS DE CONVERGENCIA.....	42
7.1. Interpretación española de algunos criterios	43
7.2. Inflación.....	44
7.3. Nuevo IPC europeo.....	45
7.4. Déficit público y contabilidad creativa	46
7.5. Tipos de interés	47
7.6. El estado de la convergencia.....	52
7.7. Dudas sobre los países del Sur.....	52
7.8. Incertidumbres alemanas y expectativas cambiantes	55
8. ¿ESPAÑA EN LA UM?.....	57
9. EL PACTO DE ESTABILIDAD	62
9.1. El contenido del Pacto	62
9.2. ¿Un Consejo de Estabilidad?.....	64
9.3. Armonización fiscal y laboral.....	65
9.4. Los programas de estabilidad	66
10. EL PROGRAMA ESPAÑOL DE ESTABILIDAD 1997/2000.....	67
11. EL INSTITUTO MONETARIO EUROPEO (IME)	70
11.1. Órganos y atribuciones.....	70
11.2. Estructura del IME	72

**CAPÍTULO 3: TERCERA FASE DE LA UM. CALENDARIO,
SEBC Y BCE.....77**

1. EL LIBRO VERDE DE LA UM Y CALENDARIO DE MADRID.....	77
1.1. Etapa A. Lista de socios fundadores.....	78
1.2. Etapa B. Conversión irrevocable.....	78

1.3. Etapa C. Canje al Euro	80
2. EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES (SEBC) Y EL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE)	80
2.1. Formación y órganos del BCE.....	80
2.2. Capital y funciones	82
3. ESTRATEGIA DEL BCE EN POLÍTICA MONETARIA	84
4. SEGUNDA VELOCIDAD: EL SME BIS	88
5. RELACIONES EXTERIORES DE LA UM.....	89
5.1. El Euro y el dólar	89
A. Efectos de la UM en el dólar	91
B. ¿Qué supondría para EE.UU. un dólar fuerte?	92
C. Funciones y futuro de las reservas internacionales	92
D. El Euro, moneda clave.....	94
E. Preocupaciones en EE.UU.	94
5.2. El Euro y el franco suizo	96
5.3. El futuro cambio del Euro	96
CAPÍTULO 4: EL EURO EN ACCIÓN	98
1. INTRODUCCIÓN	98
2. CONTINUIDAD DE LOS CONTRATOS.....	98
3. DEFINICIÓN DEL EURO Y PERÍODO DE TRANSICIÓN.....	100
3.1. Equivalencia legal entre el Euro y las unidades monetarias nacionales	102
3.2. Principio de no obligación, no prohibición del uso del Euro y de las unidades monetarias nacionales.....	102
4. CONTRATACIÓN EXTRA-UE	103
5. COEXISTENCIA DE MONEDAS NACIONALES Y EURO	103
6. EL BANCO DE ESPAÑA Y LA UM.....	106
7. BILLETES DE BANCO Y MONEDAS EN EUROS	107
7.1. ¿Cómo serán los billetes y las monedas?	108
7.2. El cambio físico al Euro	110

8. OPERACIONES DEL BCE Y DE LOS BCN.....	112
9. OPERACIONES BANCARIAS.....	115
9.1. Mercado interbancario.....	117
9.2. Cambio de divisas.....	117
9.3. Deuda pública.....	118
9.4. Dinero negro.....	119
10. SISTEMA DE PAGOS DETALLISTAS. EL TARGET.....	121
10.1. Estructura básica.....	122
10.2. Previsiones del IME.....	124
<i>A. Provisión de liquidez.....</i>	<i>124</i>
<i>B. Horarios.....</i>	<i>125</i>
<i>C. Precios.....</i>	<i>125</i>
<i>D. Liquidez de valores.....</i>	<i>125</i>
11. MODIFICACIONES EN LOS SISTEMAS INFORMÁTICOS.....	126
12. DINERO ELECTRÓNICO.....	127
12.1. Cajeros automáticos y máquinas expendedoras.....	128
12.2. Tarjetas de crédito.....	128
13. FONDOS DE INVERSIÓN.....	129
14. MERCADOS DE DERIVADOS.....	130
15. MERCADOS DE RENTA VARIABLE.....	131
15.1. Bolsa comunitaria o NASDAQ europeensis.....	131
15.2. El Euro NM.....	132
15.3. ¿Mal de altura?.....	132
16. EL IMPACTO DEL EURO EN LAS EMPRESAS.....	133
16.1. La adopción del Euro.....	134
16.2. Nuevos aspectos del mercado.....	135
16.3. Contabilidad e información.....	136
16.4. Cuestiones jurídicas.....	136
16.5. Fiscalidad y recursos humanos.....	137
17. ESTRATEGIA DE ANTICIPACIÓN.....	137
18. EL COSTE DE LA UM PARA EL COMERCIO.....	138

CAPÍTULO 5: CONCLUSIONES SOBRE LA UM 140

1. LAS CONSECUENCIAS POSITIVAS	140
1.1. Una apertura de progreso	141
1.2. La estabilidad.....	142
1.3. Tipos bajos, inversión, empleo.....	144
1.4. Sin barreras cambiarias: mayor competencia y más comercio.....	144
1.5. El hecho diferencial de la UM	146
1.6. Las reformas necesarias.....	147
1.7. Reforma laboral	148
1.8. Neutralidad en precios, presión fiscal y políticas económicas.....	148
1.9. Una transición fluida.....	150
1.10. Una perspectiva internacional	150
1.11. El reforzamiento de la integración europea.....	151
1.12. Estado de bienestar y solidaridad internacional	152
2. SOBRE LAS PRETENDIDAS INCOVENIENCIAS DEL EURO.....	153
2.1. ¿Qué pasa con la soberanía del cambio exterior?.....	153
2.2. ¿Se pierde la autonomía fiscal y presupuestaria?	155
2.3. Movilidad/flexibilidad. Comparaciones EE.UU./UE.....	157
2.4. ¿Está en peligro el Estado de bienestar? El modelo holandés.....	159
2.5. Un saldo muy favorable.....	160
3. LA REVOLUCIÓN DE LA UM. UNA PROFECÍA	162
4. DECLARACIÓN DE INDEPENDENCIA	164

CUADROS

1.1. Parrilla de paridades en el SME	7
1.2. Parrilla efectiva de cambios de moneda.....	8
1.3. Composición de la cesta del ECU	10
1.4. Realineamientos de paridades en el SME.....	20
2.1. "Sprint" final hacia la moneda única	53
2.2. Programa de Convergencia (1997-2000)	68
2.3. Medidas y reformas estructurales.....	69
3.1. Calendario de introducción del Euro	81

RECUADROS

1.1. Breve historia del SME	14
1.2. Modificaciones de la paridad de la peseta	22
2.1. Acta Única Europea y temas monetarios.....	30
3.1. Objetivos y funciones del SEBC y el BCE	85

GRÁFICOS

1.1. Posición peseta marco.....	13
1.2. Recuperación de la libra frente al DM, Y y US\$	26
1.3. Recuperación de la lira italiana	26
2.1. Déficit de las Administraciones Públicas. Deuda Pública Bruta	48
2.2. Crecimiento de la economía. Inflación. Precio oficial del dinero	49
2.3 Tipo de cambio peseta/marco.....	51
2.4. Convergencia de España con los países de la UE, de acuerdo con los criterios del Tratado de Maastricht.....	58
2.5. Grado de convergencia de España	60
2.6. Previsiones económicas 1997-2000.....	61
2.7. El Índice a lo largo de la Historia	63
2.8. Estructura del Instituto Monetario Europeo	73
2.9. Organigrama y directivos del IME: Subcomités y Grupos de Trabajo.....	74
2.10. Organigrama del IME: Gabinetes y Departamentos	76
3.1 El SEBC, el BCE y sus órganos de gobierno.	83
3.3. El proceso de diseño de una estrategia de política monetaria para el SEBC	82
3.4. Instrumentos de política monetaria del SEBC	86
3.5. La organización de las subastas de las operaciones de regulación monetaria en la UME	87
3.6. Instrumentos de política monetaria del SEBC	90
4.1. Los billetes en Euros	109
4.2. Agregados monetarios y financieros	113
4.3. Caída del precio del dinero y del margen de la banca	116

ANEXOS

ANEXO 1: VOCABULARIO FINANCIERO.....	166
ANEXO 2: ESTRUCTURA DEL TRATADO DE MAASTRICHT	171
ANEXO 3: REGLAMENTOS DEL CONSEJO EUROPEO	177

PRESENTACIÓN

En este libro sobre la Unión Monetaria, se analiza cuál ha sido el devenir de los proyectos integratorios desde 1957, año de la firma del Tratado de Roma, hasta el momento actual, concretamente en relación con el proyecto europeo de dotarse de una moneda propia. En ese largo período, fueron desarrollándose las sucesivas ideas conducentes a facilitar los pagos a escala de la CEE primero, de la Comunidad después; y finalmente de la Unión Europea (UE), integrada hoy por quince Estados, que en conjunto forman la primera potencia económica y comercial del mundo, pero que paradójicamente aún carece de un signo monetario único y común.

En 1957, los dispositivos del Fondo Monetario Internacional (FMI) funcionaban de manera satisfactoria para los afanes europeistas. Pero los avatares de la Guerra de Vietnam, las crisis financieras subsiguientes, y los choques petroleros, acabaron por arrasar el modelo ideado en Bretton Woods en 1944. Y en ese trance, desde la CEE hubieron de buscarse nuevos mecanismos para organizar la fluctuación concertada -la célebre *serpiente*-, a fin de mitigar los trastornos que la desaparición de los cambios fijos ocasionaba en políticas y proyectos cada vez más complejos.

Esos *antecedentes* de la Unión Monetaria, actualmente a punto de lograrse, los repasaremos para ver los impulsos que llevaron a la creación, en 1979, del Sistema Monetario Europeo (SME). Siendo posible ver hoy, en retrospectiva, cómo en el diseño del SME ya hubo un primer *manifiesto de independencia* frente al dólar (al surgir la moneda cesta-ECU), junto con el denodado intento de retornar a cambios más estables para facilitar la plena integración económica.

Analizaremos en el capítulo 1 de esta obra la experiencia del SME en sus distintos momentos: banda estrecha, turbulencias, salidas del mecanismo de cambios, ensanchamiento del margen de fluctuación; y la no poca paciencia y flexibilidad, en suma, que hubo de desplegarse para mantener vivo un dispositivo que se vio malparado por la irrupción de los movimientos masivos de capital a escala planetaria desde el comienzo de la década de 1990. En línea con el proverbio “el hombre propone y Dios dispone”, todo se complicó con agitaciones muy diversas, por la arremetida de los operadores mundiales que pusieron en grave peligro el SME.

No es extraño, pues, que ante ese cúmulo de problemas, empezara a considerarse que el SME iba quedándose obsoleto, lo cual comportaba la inevitable necesidad de dar el gran salto adelante, hacia la Unión Monetaria. Tal fue el propósito de uno de los puntos -cierto que no demasiado explícito-, del Acta Única Europea (AUE) de 1987, luego desarrollado en el documento que se presentó en 1989 a la primera Cumbre Europea de Madrid (*Informe Delors*).

La idea emergente de la Unión Monetaria (UM), se consagró definitivamente -tal como se examina en el capítulo 2 del libro-, con la revisión que en Maastricht se hizo del viejo texto fundacional de Roma. Una metamorfosis de la cual surgió el *Tratado de la Unión Europea* (TUE), vigente desde 1993 e incluso de las bases institucionales de la moneda única en sus artículos y protocolos anexos. Así las cosas, y en la dirección apuntada, y creado el Instituto Monetario (IME) en 1994, los *criterios de convergencia de Maastricht* -déficit público, inflación, tipos de interés, *stock* de deuda y estabilidad monetaria-, se convirtieron en el algoritmo prospectivo de progreso hacia el signo monetario común, que ya en el umbral del gran paso al Euro está en proceso de completarse con el Plan de Estabilidad. Un horizonte, en suma, que pasa a regir lo principal de las políticas económicas de los Estados miembros de la UE --programas de *convergencia* primero y de *estabilidad*, después--, al precisarse de manera nítida las condiciones para la definitiva configuración de la UM.

En medio de no pocas dificultades, la mayoría de los países de la UE -y fundamentalmente su núcleo central cohesionados en torno a Alemania y Francia-, ha venido trabajando esforzadamente para acercarse al objetivo de la plena UM en el 2002. A lo cual se contribuyó, en el más alto grado, con el *Libro Verde* de 1995, en el que ya se adelantaron las condiciones y fechas para los futuros *Sistema Europeo de Bancos Centrales* (SEBC) y *Banco Central Europeo* (BCE). Cuestiones, todas ellas, que se analizan con algún detenimiento en el capítulo 3 de esta obra.

Lógicamente, en ese avance hacia la UM ha de examinarse, también, el mecanismo a seguir por los países que inicialmente no puedan incorporarse a la UM, por no cumplir los criterios de Maastricht. Se trata del nuevo sistema monetario europeo al que ya se ha dado el nombre de SME-bis, o *segunda velocidad*. Como igualmente hemos de prever cuáles serán las relaciones del Euro con el resto del

mundo, y de manera muy especial con el dólar y el franco suizo, cuestiones, todas ellas, que se estudian asimismo que el capítulo 3.

En verdad, el porvenir a la UM es aún incierto en algunos aspectos, por la eventualidad de que en la recta final no se cumplan los plazos y términos cronológicos. Como es señalable asimismo que todavía se discute sobre si los criterios de Maastricht se aplicarán de manera rigurosa o con una suavizante flexibilidad. Una serie de trances, en definitiva, en que irá poniéndose a prueba las últimas cuestiones políticas para formar la Unión, a lo largo de las etapas A, B, y C de la *tercera fase*. La primera de las cuales se abrirá en marzo/mayo de 1998, con la definitiva expresión de la lista de países fundadores.

Pero no obstante las cuestiones pendientes, plazos sin consistencia definitiva, e imponderables de carácter colateral que podrían surgir a pesar de todos los pesares, la Unión Monetaria avanza inexorablemente. Los diseños de billetes y monedas en Euros están ultimándose en la hora presente. Y lo que es importante, hasta el Presidente de Estados Unidos de América ya da por cierto que un día habrá moneda europea. Todo lo cual ha sido posible por el respeto, en ocasiones impresionante, del *Calendario de Madrid*, acordado en el Consejo Europeo de diciembre de 1995 en la capital de España, que ha pasado a ser una firme referencia para la arribada a buen puerto de la moneda única y común, liderada por el SEBC y el BCE.

En el siguiente capítulo, el 4, nos ocupamos de los distintos aspectos de la transición al Euro, con un análisis minucioso de la mecánica de billetes y monedas, funciones de los bancos centrales nacionales, del SEBC y del BCE, los sistemas operativos, pagos transfronterizos, cuestiones legales, e impactos en la banca, informática, electrónica, fondos de inversión, mercados de derivados, renta variable, cambios, e impacto en las empresas y más concretamente en el comercio. Lo que se persigue, en todos esos pasajes, es dar una idea prospectiva de cómo va a procederse, y con qué efectos cabe contar. Y a lo largo de tales previsiones, podrá comprobarse que las políticas y sus instrumentos están preparados, a fin de que la transición al Euro se produzca sin traumatismos, de manera fluida, con los más bajos costes sociales; y de modo que una vez instaurada la moneda común, ésta disfrute

de credibilidad general, *erga omnes*, en un ambiente de *estabilidad indefinida*, favorable al mejor desarrollo y a la innovación.

En el capítulo 5, enunciaremos algunas conclusiones, pudiendo afinarse, sin miedo a errar, que la UM será una revolución mental, política y económica. Primero de todo, por el *hecho diferencial* que va a suponer para los Estados miembros de la UE frente al resto del mundo, al suprimirse las comisiones de cambio ante los Estados miembros con lo que ello supondrá de aumento de los intercambios intracomunitarios. Y también por las *reformas* que va a comportar. Y no lo menos importante, por el *impulso integratorio* que representará a los efectos de la Conferencia Intergubernamental (CIG 96), para llevar a cabo la reforma de la norma básica de la Unión Europea y llegar así al Tratado de Amsterdam. Sin olvidar lo que va a representar la Unión Monetaria como *Declaración de Independencia*, en analogía a lo que en EE.UU. sucedió en 1776 al establecerse la senda hacia un dólar único.

* * *

El presente estudio ha sido realizado por el equipo de trabajo de Edimadoz-94, S.L. (Paseo de la Castellana, 100, 2º B, 28046 Madrid / Teléfono (91) 411.43.15 / Fax (91) 563.84.00, E-Mail: castecien@bitmailer.net), dirigido por el Prof. Ramón Tamames, Catedrático de Estructura Económica y titular de Cátedra Jean Monnet de la Unión Europea. Como colaboradores han participado: Alberto Esteban del Castillo, Licenciado en Ciencias Económicas y en Empresariales; Antonio Rueda Guglieri, igualmente Licenciado en Económicas (UAM) y también en Derecho (UNED); Juan Esquer, economista de la Universidad Complutense, y MBA Internacional del Instituto de Empresa de Madrid; Inmaculada del Castillo Labrat, Politóloga y Economista.

Estas apretadas páginas -llenas, creemos, de información e ideas-, las han coordinado Begoña González Huerta, Diplomada en Relaciones Laborales y Nuria Merino, Licenciada en Psicología y a su realización también ha contribuido activamente María Dolores García Camacho, Diplomada en Informática, y Mónica López, Licenciada en Ciencias de la Información y futura Doctora en Económicas,

todas ellas, amigas emprendedoras, inasequibles al desánimo, y miembros del Servicio de Estudios de Castellana Cien.

Madrid, 8 de mayo de 1997

Ramón Tamames

Catedrático de Estructura Económica de la
Universidad Autónoma de Madrid

Cátedra Jean Monnet de la Unión Europea

CAPÍTULO 1: EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO (SME)

1. LOS ANTECEDENTES

Fue el economista belga Robert Triffin quien primero se refirió con detalle, en 1958, a poco de empezar a aplicarse el Tratado de Roma de 1957 por el que nació la Comunidad Económica Europea (CEE), a cuáles deberían ser los pasos de una integración monetaria en el mercado común recién creado¹:

- Planificación ex-ante de la ayuda mutua entre los países de la previsible Unión Monetaria (para atender a desequilibrios de balanza de pagos), especificándose los recursos aportables por cada uno de ellos.
- Creación de un Fondo de Reserva, que inicialmente se integraría por cuotas del 10 por 100 de las respectivas reservas nacionales para ampliarlas después; y en paralelo, el manejo del Fondo pasaría a ser supranacional.
- Nuevas monedas nacionales en los Estados miembros de valor igual a la Unidad de Cuenta Europea (UCE), que circularían de forma indistinta en todo el territorio de la Unión.
- Creación de una Autoridad Monetaria Europea, siguiendo una fórmula similar al *Sistema de la Reserva Federal* de EE.UU.

Desde 1964 hasta 1967, en lo que fue indudable aceleración integratoria de la CEE, los estudios para la Unión Monetaria Europea adquirieron una cierta notoriedad; siguiéndose en la mayoría de ellos el esquema de Triffin en pos de una organización que podría haberse implantado de manera gradual, sin grandes dificultades, habida cuenta

¹ Robert Triffin, "El caos monetario", versión española, Fondo de Cultura Económica, México, 1961, págs. 141 y sigs.

de la comparativa estabilidad de cambios de por entonces en los ámbitos internacionales.

Pero la idea de ir rápidamente a la Unión Monetaria (UM), tropezó con renuencias varias, empezando por la oposición del General De Gaulle, Presidente de Francia, quien asesorado por el ortodoxo monetarista Jacques Rueff, se manifestó decididamente por la vuelta al patrón oro; al tiempo que con su característico chauvinismo económico, se resistió a poner en común la soberanía francesa en el tan principal asunto. Más adelante, como veremos, la crisis del Sistema Monetario Internacional (SMI) del FMI, significaría una seria dificultad adicional para formular el proyecto.

A pesar de todo, la UM continuó entre los objetivos de la Comunidad, aunque ciertamente no figurara entre sus prioridades. Si bien en el informe que el entonces Primer Ministro de Luxemburgo, elaboró en 1970 -ya fallecido Charles De Gaulle-, por encargo del Consejo de Ministros de las Comunidades, y conocido como *Plan Werner*, se puso de relieve que sin una efectiva armonización de las políticas económicas, no cabría esperar sino crecientes tensiones dentro del aún problemático mercado común. Para atajar esa eventualidad, en el Plan se especificaba la necesidad de una "total e irreversible unión de las monedas de la Comunidad".

Sin embargo, los progresos previstos en el Plan Werner -llegar a la Unión en 1980-, se vieron bloqueados por nuevos avatares a partir de 1971, empezando por la inconvertibilidad del dólar y su primera devaluación². Frente a ese estado de cosas -y ya en plena flotación desde 1972, tras quebrarse el sistema de cambios fijos del FMI-, las aspiraciones europeas se constriñeron a un objetivo bien modesto: vincular entre sí las monedas de los países de la CEE, con márgenes de máxima fluctuación conjunta frente al dólar. En representación diagramática -de cotizaciones máximas y mínimas día a día- ese propósito ofrecía una imagen que en la jerga internacional acabó recibiendo el nombre de *serpiente monetaria*; o *serpiente dentro del túnel*, definiéndose éste por las dos líneas de la banda, el *techo* y el *suelo*³.

² Al respecto puede verse Ramón Tamames, "Estructura Económica Internacional", Alianza Editorial, 18ª edición, Madrid, 1995, págs. 78 a 80.

³ Ramón Tamames, "La Unión Europea", 3ª edición, Alianza Editorial, Madrid, 1995, págs. 321 y sigs.

Los esfuerzos de esa fluctuación conjunta, con un límite del 2,5 por 100 en más o en menos entre monedas (y por consiguiente de hasta el 5 por 100), no tuvieron mayor éxito. Italia, Gran Bretaña e Irlanda, no se incorporaron al mecanismo al nacer en 1972. En tanto que Francia lo abandonó en 1974. Así, la *serpiente* acabó reduciéndose al DM, las monedas del Benelux y algunas escandinavas. Y de ésta y otras circunstancias, es de donde empezaría a surgir el gran predicamento del Bundesbank y del DM, así como la idea de una zona monetaria homogénea en Europa Central.

Pero no obstante las incoherencias y disfunciones de la *serpiente*, los propósitos comunitarios de *hacer algo*, continuaron; por la gravedad de la crisis internacional y por la evidencia de que sería imposible retomar a una situación de SMI regido por el FMI. En esa línea de aspiraciones, nació el *Fondo Europeo de Cooperación Monetaria* (FECOM, abril de 1973) de la CEE. Con personalidad jurídica propia y sede en Luxemburgo, al Fondo se le asignó la misión de reducir progresivamente los márgenes de fluctuación de las divisas comunitarias entre sí; a base de coordinar las políticas y la acción de los bancos centrales, y recurriendo, en caso necesario, a la intervención de los mercados de cambios. Entre sus cometidos, estaba asimismo el de facilitar acuerdos a fin de lograr una política concertada de reservas.

Indudablemente, a pesar de sus limitaciones operativas, el FECOM sirvió para reforzar la política comunitaria, que desde antiguo contaba ya con un órgano esencial, el Comité Monetario (CM), creado por el Tratado de Roma (y que luego sería modificado por el de Maastricht). Compuesto por dos miembros de la Comisión Europea y dos más por cada uno de los Estados partícipes, el objetivo del CM (ya de conformidad con el art. 109 C, del Tratado de la Unión), consiste en coordinar las políticas de los Estados miembros, para facilitar el funcionamiento del mercado interior. Sus tres funciones básicas son:

- seguir la situación monetaria y financiera de los países comunitarios, así como el régimen general de pagos de los mismos, e informar regularmente al Consejo y a la Comisión;
- emitir dictámenes al Consejo o a la Comisión, tanto a instancia de éstos como por iniciativa propia; .

- contribuir a determinados trabajos del Consejo de Ministros, y examinar al menos una vez al año la situación relativa a los movimientos de capitales y a la libertad de pagos.

Pero las actividades del FECOM, sin un entorno en verdad consistente, no colmaron las esperanzas inicialmente puestas en él. Entre otras cosas, porque la *serpiente monetaria* no era ni oficial ni general. A lo cual se agregaron la crisis energética de la *Guerra del Yom Kippur* a partir de octubre de 1973, y el marasmo que se derivó de los ingentes flujos de *petrodólares* que hicieron presencia en el escenario mundial con el *primer choque petrolero* (1973/74) originado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP).

Por todo ello, el verdadero relanzamiento de la idea de la Unión Monetaria aún se demoraría por unos años. Y retrospectivamente, cabe apreciar cómo hubo de esperarse al final de los efectos de la crisis generada por la OPEP. Y de hecho, lo vemos muy bien ahora con la distancia del tiempo, realmente sólo se dispuso de un lapso muy breve antes de que irrumpiera la segunda crisis energética, ocasionada por los sucesos de la caída del Sha de Irán y la ulterior guerra de ese país con Irak (1979/80).

La decisión de crear el Sistema Monetario Europeo (SME) fue uno de los mejores frutos del entendimiento francoalemán, simbolizado en las personas de Valéry Giscard d'Estaing y Helmut Schmidt. Como también se debió al euroentusiasmo del británico Roy Jenkins, por entonces Presidente de la Comisión Europea.

Jenkins, en un discurso históricamente memorable, pronunciado en Florencia el 27 de octubre de 1977, definió con nitidez las posibles ventajas del proyectado sistema, que, en sus palabras se configuraría como una *serpiente nueva*. Con dos innovaciones importantes: el ECU independizaría a los europeos del dólar, y el dispositivo de apoyo a los tipos de cambios declarados, permitiría estrechar la banda de fluctuación del 5 por 100 de la *serpiente* a un más conveniente 2,25.

Un mes después de la alocución de Jenkins, la Comisión Europea, con el impulso operativo de su Vicepresidente francés François Xavier Ortoli, hizo pública una

Comunicación sobre las perspectivas de la Unión Económica y Monetaria. Y tras intensas negociaciones a lo largo de año y medio, el 12 de marzo de 1979, el Consejo Europeo reunido en París autorizó definitivamente la puesta en marcha del SME, que entró en vigor al día siguiente.

Desde un principio, se dijo que el objetivo prioritario del SME consistiría en estabilizar las relaciones de cambios entre las monedas imbricadas en el mismo; a fin de garantizar un correcto funcionamiento del mercado común, y de ese modo contribuir a la confianza de los inversionistas⁴. A tales efectos, pueden sintetizarse los elementos principales del SME en cuatro: fijación de paridades, ECU, indicador de divergencia y sistema de financiamiento comunitario de las intervenciones en los mercados⁵. Veremos con algún detalle esos puntos de la regulación originaria de 1979, que luego, desde 1993, experimentó cambios importantes.

2. LOS PIVOTES BILATERALES

Convendrá aclarar en este punto, que a pesar de que el SME está en vías de desaparecer como consecuencia de la futura UM, en este pasaje y en otros del presente ensayo, para mayor claridad, y para constancia histórica, explicaremos la estructura y el funcionamiento del Sistema tal como inicialmente se concibió:

Cada país miembro del SME ha de declarar su paridad para con las demás monedas nacionales que participan en el *mecanismo de cambios* (MDC) del sistema. O dicho de otra forma, debe fijar sus *pivotes bilaterales* con las otras monedas del MDC, basándose en la experiencia previa de los mercados.

⁴ El principal asesor técnico de la Comunidad en la elaboración del SME fue el economista belga Jacques van Ypersele, profesor de la Universidad de Lovaina. Sobre la fase final de diseño del SME, es de interés el artículo de Gonzalo Gil y Luis A. Rojo, "Aspectos monetarios y financieros", en *ICE*, junio-julio 1979, págs. 35 y ss; y asimismo el de Santiago Eguidazu, "El sistema monetario europeo", también en *ICE*, junio-julio de 1979, págs. 45 y ss; del mismo autor, "El proceso de unificación monetaria europeo", en el libro *Aspectos económicos-financieros de las Comunidades Europeas*, Cámara de Comercio, Madrid, 1985, págs. 375 a 442.

⁵ Para toda una serie de detalles, Ramón Boixadós, "El ECU y el SME", *Gestión* 2000, Barcelona, 1990.

Aunque todos los pivotes bilaterales tienen un mismo significado, desde un principio el definido frente al DM adquirió el carácter de *verdadera paridad* o cambio *central*. Algo similar a lo sucedido en el FMI hasta 1971, cuando la paridad se establecía doblemente: frente al oro (en el SME su equivalente es el ECU), y respecto del dólar (en el SME, el DM).

La fijación de los pivotes bilaterales se hace con tres referencias. Suponiendo, por ejemplo, la relación, FF/DM, se establecen: un *cambio central* (CC); un *tipo de cambio inferior* o suelo, equivalente a un 2,25 por 100 en más del CC; y un *tipo de cambio superior*, o techo, un 2,25 por 100 por debajo del CC. De modo que el FF dentro del MDC puede oscilar respecto del DM entre el 0,9775 (máxima apreciación) y el 1,0225 (máxima depreciación) de su CC.

La relación cruzada para todas las monedas del SME de esos tres tipos de cambio, paridad y dos pivotes, componen la denominada *parilla de paridades*. En el cuadro 1.1. figura su expresión para 1990, coincidiendo con el máximo número de miembros del Sistema (Italia y el Reino Unido lo abandonarían en septiembre de 1992). En el cuadro 1.2., presentamos la parilla de cambios efectivos de monedas de los miembros del SME, ampliada con las de otros países que no están en el SME pero sí en la UE (Italia, Suecia, Reino Unido), más dos naciones europeas no comunitarias (Noruega y Suiza), incluyéndose asimismo Canadá, EE.UU. y Japón.

Existiendo una banda de fluctuación, resulta obvio que el SME no es una estructura de cambios fijos, sino flexibles. Con la particularidad de que la banda del 2,25 por 100 no se concibió como la única posible. Para casos especiales -a fin de facilitar el ingreso de nuevos socios en condiciones transitorias- se fijó el 6 por 100 para Italia, España, Portugal y Reino Unido. Y en 1993, en lo peor de las turbulencias monetarias, la banda se amplió para todos al 15 por 100, según comprobaremos después.

CUADRO 1.1. Parrilla de paridades. Tipos de cambio central y tipos de intervención obligatorios de los países participantes en el SME (después del 8-X-1990, tras la entrada de la Libra Esterlina en el SME).

	1 ECU=		Franco belga Luxemburgo	Corona Danesa	Marco Alemán	Peseta	Franco Francés	Libra Irlandesa	Lira Italiana	Florin Holandés	Libra Esterlina
Bélgica		S	—	18,8031	4,7400	296,85	15,8990	1,7695	3546,90	5,3415	1,5479
Luxemburgo	42,4032 bef/luf	C	—	18,4938	4,8484	315,15	16,2608	1,8098	3627,64	5,4629	1,6435
100 bef/luf		I	—	18,9143	4,5590	334,62	16,6310	1,8510	3710,20	5,587	1,7451
Dinamarca		S	5,287	—	0,2563	16,0490	0,8597	0,0957	191,79	0,2888	0,08370
	7,84195 dkk	C	5,4072	—	0,2622	17,0405	0,8793	0,0979	196,754	0,2954	0,08887
1 dkk		I	5,5300	—	0,2681	18,0940	0,8993	0,1001	200,62	0,3021	0,09436
Alemania		S	20,1655	3,7300	—	61,217	3,2792	0,3650	731,57	1,1017	0,31928
1 dem	2,05586 dem	C	20,6255	3,8144	—	65,000	3,3538	0,3733	748,217	1,1267	0,33898
		I	21,0950	3,9016	—	69,017	3,4305	0,3818	765,4	1,1524	0,35957
España		S	29,8850	5,5260	1,4490	—	4,8595	0,5408	10,841	1,6325	0,49116
100 pts	133,631 pts	C	31,7316	5,8684	1,5385	—	5,1598	0,5748	11,511	1,7334	0,52151
		I	33,6930	6,2310	1,6330	—	5,4785	0,6097	12,223	1,8406	0,55374
Francia		S	6,0130	1,1120	0,2915	18,253	—	0,1088	218,13	0,3285	0,0951
1 frf	6,89509 frf	C	6,1498	1,1373	0,2981	19,381	—	0,1113	223,091	0,3360	0,1010
		I	6,2897	1,1632	0,3050	20,578	—	0,1138	228,17	0,3436	0,1073
Irlanda		S	54,0250	9,9913	2,6190	163,997	8,7850	—	1959,84	2,9510	0,85526
1 lep	0,767417 lep	C	55,2545	10,2186	2,6789	174,13	8,9848	—	2004,43	3,0185	0,908116
		I	56,5115	10,4511	2,7400	184,892	9,1890	—	2050,03	3,0870	0,96424
Italia		S	26,952	4,9850	1,3065	81,32	4,3830	0,4878	—	1,4725	0,42669
1000 lit	1538,24 lit	C	27,5661	5,0980	1,3365	86,8726	4,4825	0,4989	—	1,5059	0,45305
		I	28,193	5,2140	1,3669	92,24	4,5844	0,5102	—	1,5400	0,48105
Holanda		S	17,8985	3,3102	0,8678	54,3310	2,9104	0,3239	649,28	—	0,28334
1 nlg	2,31643 nlg	C	18,3054	3,3854	0,8875	57,6	2,9736	0,3313	664,053	—	0,300833
		I	18,7215	3,4624	0,9007	61,25	3,0444	0,3389	679,12	—	0,31945
Reino Unido		S	57,304	10,598	2,7780	180,59	9,3180	1,0371	2078,79	3,1305	—
1 gbp	0,696904 gbp	C	60,845	11,2526	2,9500	191,75	9,8989	1,10118	2207,25	3,3238	—
		I	64,605	11,948	3,1320	203,60	10,5055	1,1692	2343,62	3,5295	—
Grecia (1)	205,311 grd										
Portugal (1)	178,735 esc										

(1) No estaban en el mecanismo de cambios del SME.

Banda de fluctuación: S = Tipo de cambio superior; C = Tipo de cambio central bilateral; I = Tipo de cambio inferior.

Fuente: R. Boixadós, ob. cit., nota 2, págs. 22 y 23.

CUADRO 1.2. Parrilla efectiva de cambios de moneda al 10.V.97

Países y monedas		BFr	DKr	FFr	DM	l£	L	Fl	NKr	Es	Pta	SKr	SFr	£	C\$	\$	Y	Ecu
Bélgica	(BFr)	100	18,44	16,34	4,844	1,884	4.802	5.448	20,15	487,5	409,7	21,96	4,086	1,766	3,974	2,860	348,1	2,491
Dinamarca	(DKr)	54,23	10	8,862	2,627	1,022	2.604	2.954	10,93	264,4	222,2	11,91	2,216	0,958	2,155	1,551	188,8	1,351
Francia	(FFr)	61,19	11,28	10	2,964	1,153	2.938	3.334	12,33	298,3	250,7	13,44	2,500	1,081	2,432	1,750	213,0	1,525
Alemania	(DM)	20,64	3,807	3,374	1	0,389	991,3	1.125	4,160	100,6	84,58	4,533	0,843	0,365	0,820	0,591	71,87	0,514
Irlanda	(l£)	53,08	9,788	8,675	2,571	1	2.549	2.892	10,70	258,8	217,5	11,66	2,169	0,938	2,109	1,518	184,8	1,323
Italia	(L)	2,083	0,384	0,340	0,101	0,039	100	0,113	0,420	10,15	8,532	0,457	0,085	0,037	0,083	0,060	7,250	0,052
Holanda	(Fl)	18,36	3,385	3,000	0,889	0,346	881,4	1	3,699	89,49	75,20	4,030	0,750	0,324	0,729	0,525	63,90	0,457
Noruega	(NKr)	49,62	9,150	8,109	2,404	0,935	2.383	2.703	10	241,9	203,3	10,90	2,027	0,877	1,972	1,419	172,7	1,236
Portugal	(Es)	20,51	3,783	3,352	0,994	0,386	985,0	1.118	4,134	100	84,04	4,504	0,838	0,362	0,815	0,587	71,41	0,511
España	(Pta)	24,41	4,501	3,989	1,182	0,460	1.172	1.330	4,919	119,0	100	5,359	0,997	0,431	0,970	0,698	84,97	0,608
∞ Suecia	(SKr)	45,54	8,398	7,443	2,206	0,858	2.187	2.481	9,178	222,0	186,6	10	1,861	0,804	1,810	1,303	158,5	1,135
Suiza	(SFr)	24,48	4,513	4,000	1,186	0,461	1.175	1.333	4,933	119,3	100,3	5,374	1	0,432	0,973	0,700	85,21	0,610
Reino Unido	(£)	56,61	10,44	9,252	2,742	1,067	2.718	3.084	11,41	276,0	231,9	12,43	2,313	1	2,250	1,619	197,1	1,411
Canadá	(C\$)	25,17	4,640	4,112	1,219	0,474	1.208	1.371	5,071	122,7	103,1	5,525	1,028	0,445	1	0,720	87,60	0,627
EE.UU.	(\$)	34,96	6,446	5,713	1,693	0,659	1.679	1.905	7,045	170,4	143,2	7,676	1,428	0,618	1,389	1	121,7	0,871
Japón	(Y)	28,73	5,297	4,694	1,391	0,541	1.379	1.565	5,789	140,0	117,7	6,307	1,174	0,507	1,142	0,822	100	0,716
Ecu	-	40,14	7,401	6,559	1,944	0,756	1.927	2.187	8,089	195,7	164,4	8,813	1,640	0,709	1,595	1,148	139,7	1

Corona danesa, Franco francés, Corona noruega, y Corona sueca por 10; Franco belga, Yen, Escudo, Lira y peseta por 100.

Fuente: *Financial Times*, 10/11.V.1997.

3. EL ECU

La referencia para el mecanismo de cambios del SME es el ECU (*European Currency Unit*, o *escudo* en francés, o simplemente *Unidad Monetaria Europea*). En lo cual, como ya se apuntó, radica una de las grandes diferencias con la *serpiente monetaria*, pues en ella las monedas nacionales de la CE fluctuaban con referencia al dólar de EE.UU. Así, ya lo hemos subrayado también, la aparición del ECU significó un principio de independencia inicial de los europeos frente al *billete verde*.

Además, el ECU pasó a servir de unidad para los cálculos presupuestarios dentro de la CE. Y a partir de 1980, comenzó a emplearse igualmente para emisiones de capital (empréstitos públicos y privados en los países comunitarios, etc.) y a otros efectos: cuentas bancarias, comercio exterior, tarjetas de crédito, y toda suerte de actividades financieras.

En el momento de entrar en vigor el SME, el ECU se definió como una *cesta*, equivalente a la suma de las cantidades concretas incluidas las diversas monedas de los Estados miembros de la CE (véase el cuadro 1.3.).

La cesta del ECU había de revisarse periódicamente (cada cinco años, en principio), para adaptarla al peso comparativo de los países de la CE, en función de tres elementos: PIB, comercio intracomunitario y cuota en el FECOM. Desde 1993, esa modificación se suprimió definitivamente por el artículo 109.G del Tratado de Maastricht. El cuadro 1.3. muestra la composición de la cesta en tres momentos sucesivos (desde 1989 ya no varió más). Al propio tiempo, se incluye el peso relativo en porcentaje que cada moneda nacional ha ido teniendo dentro del ECU en sucesivos momentos, al haber variado una serie de paridades.

CUADRO 1.3. COMPOSICIÓN DE LA CESTA DEL ECU

Países (y monedas)	Pesos en cantidad de monedas			Peso en %		
	Del 13.3.79 al 16.9. 84	Del 17.9.84 al 20.9. 89	Desde el 21.9.1989	Sept. 1979	Jun. 1984	Sept. 1989
BFR (franco belga).....	3,66	3,71	3,301	9,50	8,00	7,60
DKR (corona danesa)..	0,217	0,219	0,1976	3,10	2,60	2,45
DM (marco alemán).....	0,828	0,719	0,6242	33,00	37,00	30,10
DR (dracma griega).....	---	1,15	1,44	---	---	0,80
ESC (escudo portug.)..	---	---	1,393	---	---	0,80
FF (franco francés).....	1,15	1,3	1,332	19,70	16,80	19,00
HFL (florín neerlandés)	0,286	0,256	0,2198	10,40	11,40	9,40
IRL (libra irland., punt).	0,00759	0,008781	0,008552	1,20	1,10	1,10
LFR (franco luxemb.)...	0,14	0,14	0,13	0,30	0,30	0,30
LIT (lira italiana).....	109	140	151,8	9,50	7,90	10,15
PTA (peseta española)	---	---	6,885	---	---	5,30
UKL (libra esterlina).....	0,0885	0,0878	0,8784	13,30	14,90	13,00
TOTAL.....				100,00	100,00	100,00

Fuente: CE.

4. INDICADOR DE DIVERGENCIA

En la búsqueda de la estabilidad cambiaria, cada Estado miembro del SME se compromete a mantener la cotización de mercado de su moneda dentro de los márgenes definidos por los *pivotes bilaterales* (como ya vimos, con carácter general, el 2,25 por 100, en principio, entre la moneda más dura y más débil). Para ello, y con unas ciertas reglas que examinaremos en su momento, el respectivo banco central procede a vender o a comprar su propia divisa en la medida necesaria, según que ésta esté apreciándose o depreciándose, respectivamente.

Claro que los pivotes bilaterales de una moneda nacional concreta no son fijos para siempre. Cabe alterarlos en los realineamientos del MDC, para *devaluar o revaluar*

respecto al ECU, el DM y las demás unidades monetarias del SME, según las circunstancias. Esas modificaciones necesitan de la autorización del Comité Monetario - al que ya nos referimos antes-, para así evitar las más desorbitadas *devaluaciones competitivas*, que pudieran ser provocadas para forzar la mejora de la capacidad de competir de un país, a base de *bajar* sus precios de exportación vía cambios.

A efectos del seguimiento de la evolución de los cambios efectivos en el día a día, en el SME se previó el *indicador de divergencia*, que es el diferencial entre los pivotes bilaterales y los tipos cotidianos del mercado. Ese margen refleja cuándo y en cuánto se debilita, o se aprecia, una moneda con respecto a las otras. Y por tanto, proporciona la señal para que la autoridad monetaria competente pueda tomar medidas.

El porcentaje máximo de depreciación autorizado de cualquier moneda respecto de la más fuerte, o su apreciación frente a la más débil dentro del MDC (el célebre 2,25 por 100) es la *divergencia máxima*, esto es, el más alto valor que el indicador de divergencia puede alcanzar.

Antes de que una moneda del SME se encuentre en esa divergencia máxima, las autoridades monetarias correspondientes están obligadas a intervenir, a fin de evitar tan acusada fluctuación; e inexcusablemente han de hacerlo cuando el diferencial entre los pivotes declarados y el cambio corriente de mercado, alcance ya el 75 por 100 de la divergencia máxima (*umbral de divergencia*). En ese momento, ha de actuarse con el propósito de corregir la situación, a base de *sostener* el cambio dentro de la banda por medio de compras (supuesto de depreciación). Generalmente, cualquier sobrevaluación que obliga a devaluar, procede del hecho de un diferencial de inflación importante, en más, respecto a Alemania (DM) o por comparación con otros países de moneda fuerte.

Si la presión sobre el signo monetario propio es ya insoportable, puede decidirse la modificación de los *pivotes bilaterales*. En otras palabras, habrá *devaluación*, por la sencilla razón de que una vez utilizados los recursos que el SME pone a disposición de sus Estados miembros, en caso de intentar mantenerse los pivotes bilaterales vigentes, se generaría toda una sangría de las reservas internacionales del Banco Central; incluso cabría llegar a una *fusión* de las mismas, en defensa de una paridad que, a todas luces,

estaría reflejando un estado de sobrevaluación absolutamente insostenible ante las poderosas fuerzas del mercado. Eso es lo que se registra para la peseta en el gráfico 1.1. donde figura (parte superior) la marcha de la cotización (trazo grueso) dentro de la banda SME; incluyendo las dos devaluaciones del 92 (septiembre y noviembre) y las de mayo del 93 y marzo del 96.

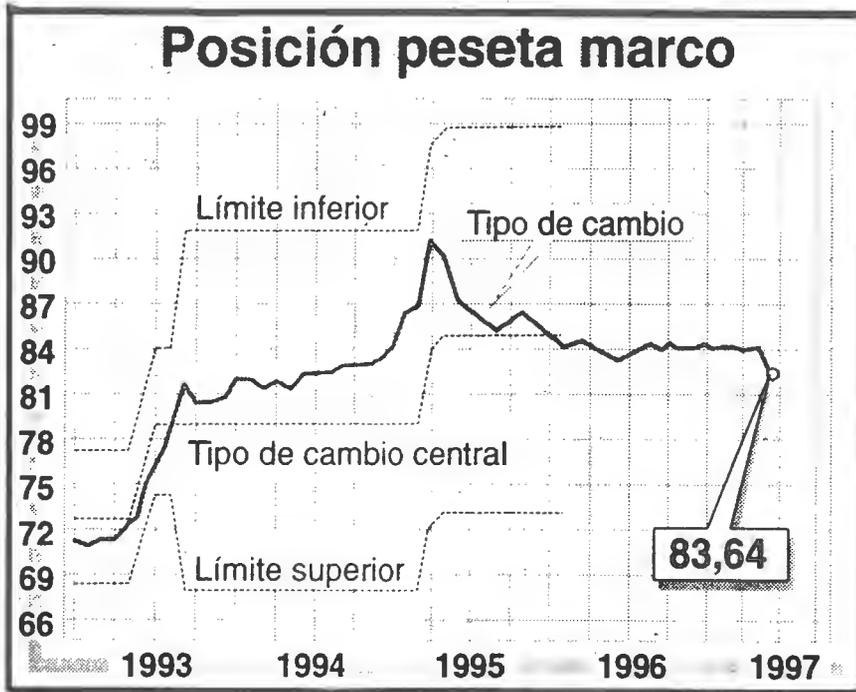
En la parte inferior del gráfico 1.1. se evidencia la indudable correlación de las turbulencias cambiarias y la reserva de divisas, con fuertes pérdidas desde septiembre de 1992 hasta 1995, por la sangría ocasionada por la resistencia a las sucesivas devaluaciones. Para luego iniciarse una importante recuperación, desde marzo de 1996, tras la devaluación del día 3. La holgura del 15 por 100, y la previsión de la entrada en la UM descartaron que pudiera haber más ajustes de paridad.

Debe observarse que cuando se devalúa oficialmente una moneda en el seno del SME, su tipo de cambio real -que se fija cada día-, puede incluso mejorar (caso de la peseta en 1995/96), al suceder que en el mercado se cotee por encima de donde estaba antes; en posición superior dentro de su nueva banda de fluctuación. En la parte superior del gráfico 1.1. ello es claramente visible.

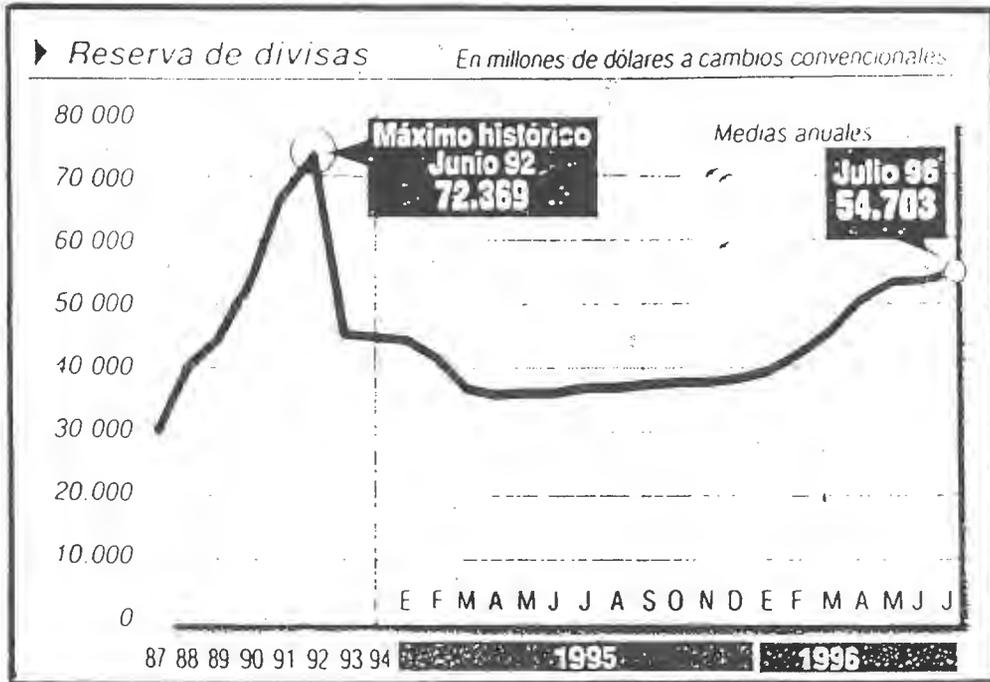
En cuanto a la revaluación, es motivable por dos posibles razones: establecer un nuevo tipo de cambio que frene la acumulación excesiva de reservas, que podría ser generadora de inflación; y ayudar a otras monedas del SME para que no devalúen, o a fin de que lo hagan en menor medida.

Para completar todo lo dicho hasta aquí, en el recuadro 1.1. se registran las fechas y los datos más significativos de la historia del SME, desde su fundación en 1979 hasta las previsiones del SME-bis de Dublín 96.

GRÁFICO 1.1.



Fuente: ABC, 11.I.97.



Fuente: "El Mundo", 6.VIII.1996.

RECUADRO 1.1.: BREVE HISTORIA DEL SME (1979-1996)

- 13 de marzo de 1979. Se crea el SME para sustituir la llamada serpiente monetaria. Ingresan todas las monedas de los países miembros a excepción de la libra esterlina.
- 23 de septiembre de 1979. Se revalúa el marco alemán en un 2% y se devalúa la corona danesa en un 3%.
- 29 de noviembre de 1979. Se devalúa la corona danesa en un 5%.
- 1981. Ingresa Grecia en la CEE, pero no en el SME.
- 23 de marzo de 1981. Se devalúa la lira en un 6%.
- 4 de octubre de 1981. Realineamiento general: se revalúan las monedas:

- * Marco alemán..... 5,5%
- * Florín holandés..... 5,5%

Se devalúan las monedas:

- * Franco francés..... 3%
- * Lira italiana..... 3%

- 21 de febrero de 1982. Se devalúa el franco belga en un 8,5% y la corona danesa en un 3%.
- 12 de junio de 1982. Se revalúan las siguientes monedas:

- * Marco alemán 4,25%
- * Florín holandés 4,25%

Se devalúan:

- * Franco francés 5,75%
- * Libra esterlina 2,75%

- 21 de marzo de 1983. Se revalúan las siguientes monedas:

- * Marco alemán 5,50%
- * Florín holandés 3,40%
- * Franco belga 1,40%

Se devalúan:

- * Libra irlandesa 3,60%
- * Franco francés 2,60%
- * Lira italiana 2,60%

- 21 de julio de 1985. Se devalúa la lira italiana en un 6%.
- 6 de abril de 1986. Se revalúan las siguientes monedas:

* Marco alemán	3%
* Florín holandés	3%
* Franco belga	1%
* Corona danesa	1%

Se devalúa:

* Franco francés	3%
------------------------	----

- 12 de enero de 1987. Se revalúan las siguientes monedas:

* Marco alemán	3%
* Florín holandés	3%
* Franco belga	2%

- 1 de julio de 1989. Entrada de la peseta en el SME.
- 8 de octubre de 1990. Entrada de la libra esterlina en el SME.
- 6 de abril de 1992. Entrada del escudo en el SME.
- 13 de septiembre de 1992. Se revalúan todas las monedas del SME un 3,5% con la excepción de la lira italiana que se devalúa un 3,5%.
- 16 de septiembre de 1992, miércoles negro. Salen del SME la lira y la libra esterlina (temporalmente). Se devalúa la peseta un 5 %.
- 22 de noviembre de 1992. Se devalúan la peseta y el escudo portugués un 6%.
- 30 de enero de 1993. Se devalúa la libra irlandesa un 10%.
- 13 de mayo de 1993. Se devalúa la peseta un 8% y el escudo portugués el 6,5%.
- 2 de agosto de 1993. Las nuevas bandas de fluctuación del SME quedan fijadas en un \pm 15%. Tanto la libra esterlina como la lira continúan fuera del sistema.
- 5 de marzo de 1995. Se devalúa la peseta un 7% y el escudo portugués en un 3,5%.
- 9 de enero de 1995. Entrada del chelín austriaco en el SME.
- 12 de octubre de 1996. Finlandia ingresa en el SME (*markka*, marco finés).
- 24 de noviembre de 1996. La lira italiana vuelve al MDC.
- 13/14 diciembre de 1996. En el Consejo de Dublín, se avanza en la elaboración de las bases del SME bis para los países que en 1999 pudieran quedar fuera de la Unión Monetaria.

5. INTERVENCIONES

Ya hemos visto cómo al tender una divisa a la baja, las autoridades monetarias, cumpliendo con su obligación en el SME, han de comprar su propia moneda, a base de vender divisas de otros países. Ahora bien, teóricamente ¿qué pasa si un banco central no tiene suficientes reservas ni siquiera para abordar esa operativa? Para resolver esa situación se previó precisamente el FECOM, que concede créditos hasta el total de lo aportado por cada país, con cargo a su respectiva *cuenta de reservas de ECUs* abierta en el propio Fondo. Ese tramo es el que los bancos centrales pueden utilizar cuando quieran y como deseen, libremente. Pero además, hay otros tres mecanismos de crédito y de apoyo financiero recíproco entre los Estados partícipes del SME, destinados a reducir las tensiones monetarias:

- *Créditos a muy corto plazo*, reintegrables lo más tarde en setenta y cinco días; salvo que se conviertan en créditos a *corto*. En principio, al suponerse que son recursos de tesorería, no tienen limitación de volumen.
- *Créditos a corto plazo*, reembolsables en tres meses, salvo renovación. Se utilizan frente a desequilibrios transitorios de balanza de pagos.
- *Créditos a medio plazo*, que se otorgan entre sí los Bancos centrales, condicionándolos -y de ahí la palabra a veces empleada de *condicionalidad*-, en común y en el seno del Consejo de Ministros de la CE, a objetivos económicos que el país beneficiario se compromete a alcanzar para corregir sus problemas, ya serios, de balanza de pagos.

Naturalmente, las tres clases de créditos entre socios se conceden en función de las necesidades originadas por la situación concreta en que se encuentre la moneda amenazada. Y si la cosa va a peor, diríamos, llega un momento en que los créditos no dan más de sí. Excepto que se trate de una relación especial entre bancos centrales, a base de las llamadas *operaciones de dobles (swaps)*; como sucedió varias veces hasta agosto de 1993 entre el Banco de Francia y el Bundesbank, cuando los alemanes ayudaron decididamente a los franceses para impedir la devaluación del FF.

Lógicamente, si el panorama sigue presentando síntomas inquietantes a pesar de las medidas de apoyo del SME y de la propia devaluación realizada, el Estado

miembro afectado puede optar por el abandono del MDC; a fin de que su moneda se sitúe, sin más corsés, donde libremente la coloque el mercado. Eso es lo que hicieron Italia y el Reino Unido el 15 y el 16 de septiembre de 1992, respectivamente⁶.

Vistas las bases del SME, a continuación examinaremos cuál fue su funcionamiento hasta el umbral de la UM, y podremos comprobar que las insuficiencias del SME hicieron aún más evidente la necesidad de crear la UM.

6. EL PERFECCIONAMIENTO INACABADO

En principio, al nacer el SME en 1979, se previó que tras dos años de experiencia, podría constituirse el *Fondo Monetario Europeo*, pasando las reservas de oro y divisas de los bancos centrales del sistema al FECOM, y disponer así de un verdadero *pool* comunitario; confirmándose el ECU plenamente en sus funciones de *activo de reserva e instrumento de liquidación de saldos* entre bancos centrales y para toda clase de operaciones. En ese momento, se habría dado un paso decisivo, pero las consideraciones políticas nacionales y el *segundo choque petrolero*, 1979/80, impidieron llegar al objetivo señalado⁷.

Así las cosas, diez años después de ponerse en marcha el SME, al comienzo de los años 90, la situación seguía más o menos igual que al principio, y la experiencia de su funcionamiento hacía recomendable:

1. Admitir mayor frecuencia en la variación de los pivotes bilaterales (devaluaciones y revaluaciones), para evitar resistencias excesivas con efectos muy negativos para los intercambios y las reservas de divisas.

⁶ Es interesante destacar que los británicos siempre hablan de "salirse del MDC" (Exchange Rate Mechanism o ERM), y no del SME (EMS). Por la sencilla razón de que un país que se sale del MDC, sigue en el SME. Su moneda persiste en la cesta del ECU; su cuota se mantiene en el FECOM; continúa utilizando las facilidades crediticias del sistema; y no abandona el Comité Monetario, ni las reuniones del Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales Europeos, antes, ni el IME, ahora.

⁷ Sobre el tema Michèle Frantianni, "El Sistema Monetario Europeo ¿hasta qué punto ha funcionado?", *ICE*, mayo 1989, págs. 39 a 56; y Miguel A. Arnedo Orbañanos, "La contribución del ECU al desarrollo del mercado europeo de capitales", *ICE* mayo 1989, págs. 107 a 116.

2. Establecer márgenes de fluctuación más amplios para las monedas con problemas no fácilmente resolubles, de modo que los acosos especulativos tuvieran menor impacto.
3. Arbitrar algún mecanismo regulador de la salida temporal y voluntaria del MDC del SME -que no del SME, recuérdese la nota 6-, de las divisas con dificultades, para de ese modo facilitar un retorno no traumatizante.
4. Desarrollar una política de cooperación monetaria más estrecha SME/EE.UU./Japón, a fin de llegar a contar un día con un nuevo SMI.
5. Establecer políticas más homogéneas entre los Estados miembros, como paso imprescindible para progresar en la senda de la convergencia; lo cual vino a ser como un adelanto de los ulteriores criterios de Maastricht.
6. Y lo último, y no lo menos importante, ir dando los pasos necesarios para la transición del SME -un sistema temporal que no podía por menos de ser inestable- a la definitiva Unión Monetaria.

Es interesante destacar que las cuatro primeras medidas tenían su origen fundamentalmente en el propósito de combatir a los operadores especulativos, cuya importancia iba en alza con el *globalismo*. En tanto que las medidas 5 y 6 prefiguraban la Unión Monetaria. Lo cual nos da base para apreciar que la UM no sería ninguna creación *ex nihilo*, sino el resultado de una serie de aproximaciones sucesivas.

Acto seguido, pasaremos a examinar la fase más difícil del funcionamiento del SME, concretamente cuando se produjeron las fuertes alteraciones cambiarias de 1992/93.

7. TURBULENCIAS MONETARIAS 1992/1993⁸

El mal funcionamiento del SME en 1992 y 1993 -recuérdese para la peseta el gráfico 1.1.-, hizo que muchos pusieran en duda su ulterior viabilidad. Con la libre circulación de capitales y los operadores internacionales funcionando con gran poder especulativo, las *fuerzas del mercado* se impusieron sobre cualquier pretensión de

⁸ Ramón Tamames, "La Unión Europea", págs. 340 a 343.

estabilidad. Y el *ángel devaluador* (o *expulsor* del MDC), terminó por hacerse presente en medio de la escena con los realineamientos que pueden verse en el cuadro 1.4.

Las *turbulencias* de los mercados de divisas, se deben, entre otras cosas, a su propia operativa. Se ha calculado que la negociación media diaria en ellos suponía en torno a un billón de dólares en 1993; es decir, algo así como veinte veces la reserva de divisas del Banco de España (unos 50.000 millones de dólares en octubre de ese año). Y los operadores trabajan 24 horas sobre 24, detectando rápidamente cualquier posibilidad de compraventa que permita extraer sabrosas ganancias.

En ese contexto, el acoso se polarizó en las monedas débiles, como pudo comprobarse en la última semana de julio de 1993, cuando los mayores *brokers* y *dealers* internacionales, desde sus posiciones de francos, pesetas, escudos o coronas danesas, adquirieron masivamente marcos alemanes y dólares; apostando, obviamente, por la devaluación de las monedas europeas menos fuertes, a fin de lograr rápidas e importantes plusvalías en ese trance⁹.

La divisa más atacada en la segunda mitad de julio de 1993 resultó ser el franco francés, por razones bien claras: tenía una paridad con el DM idéntica desde largo tiempo atrás, y no había experimentado devaluaciones -como en cambio sí le había sucedido a la peseta con sus tres sobresaltos de septiembre y diciembre del 92, y de mayo del 93, según se detalló en el gráfico 1.1. Los operadores pensaban que el margen de devaluación del signo monetario galo tendría que ser bastante amplio -de un monto

⁹ De la magnitud de las ganancias que es factible conseguir en los superactivos mercados de cambios -si se acierta, claro está; porque si uno se equivoca, el fenómeno es simétricamente el inverso-, nos da una idea el siguiente supuesto. Si un día t_1 se compraban marcos con pesetas a 79,5, y los DM así adquiridos se vendían en el día t_{15} a 85, la diferencia de cambio (5,5 pts. por DM), significaría una plusvalía inmediata, en pesetas, de un 6,91 por 100, que anualizada (multiplicado por 24), nos llevaría a un beneficio del 165,8 por 100 anual. Entre los operadores que recurrieron a esa mecánica no estuvieron sólo los exteriores. También muchos bancos españoles realizaron esta clase de operaciones con pingües beneficios. Los efectos de un acoso así a la peseta, significaron que el Banco de España, si aspiraba a mantener la moneda dentro de su banda de fluctuación en el mecanismo de cambios del SME, había de ofrecer marcos alemanes y dólares al mercado; para atender a la ingente demanda de quienes de inmediato querían deshacerse de la débil valuta hispana.

CUADRO 1.4.

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	-8,5	-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	-	-	-	-	-	-	-	*	-7,00	*

(*) No participa en el mecanismo de cambios.

Fuente: Eurostat.

aproximado al diferencial de inflación-, con plusvalías importantes. Por eso apostaron contra el franco.

Pero la valuta francesa no iba a devaluarse. Contaba con más defensas que la peseta, por el decidido apoyo del Bundesbank, que persistió en su propósito de evitar el hundimiento del FF, para así mantenerlo dentro del MDC del SME. Aparte de razones políticas muy serias -Bonn va normalmente del brazo de París y viceversa-, ese evento habría supuesto un verdadero cataclismo europeo: un marasmo monetario impactante incluso de la capacidad competitiva de las exportaciones alemanas, ya bajo mínimos por la continua apreciación del DM. El acoso sobre el FF volvía a ser muy intenso en julio y agosto de 1996, y también en esa ocasión, prestó el *BuBa* su gran ayuda.

En cuanto a la peseta, su evolución dentro del SME -con cuatro devaluaciones entre 1992 y 1995- puede verse en el recuadro 1.2., reflejándose en ese registro los avatares por que atravesó la divisa española desde su entrada en el FMI hasta el día de hoy.

8. LA AMPLIACIÓN DE LA BANDA DEL SME

En 1993, con las grandes turbulencias, al terminar el mes de julio, todo el mundo se preguntaba qué se haría del SME. Y a la postre, el Comité Monetario de la CE y los ministros de Economía y gobernadores de bancos centrales, reunidos en Bruselas, decidieron seguir la previa recomendación del semanario británico *The Economist* (desde hace tiempo una especie de *gabinete invisible* de la economía occidental) de ampliar la banda de fluctuación. *The Economist*, en el primer editorial de su número del 31 de julio había aconsejado que la banda se ensanchara del 2,25 al 6, o incluso al 10 por 100. El haber ido más allá, al 15 por 100, se dijo, equivaldría a la práctica suspensión del mecanismo de cambios. En realidad, el Comité Monetario de la CE se situó el 1 de agosto de 1993 en ese límite de ampliación del 15 por 100.

RECUADRO 1.2.: MODIFICACIONES DE LA PARIDAD DE LA PESETA
(1959/1995)

El cuadro adjunto nos explica, a lo largo de quince entradas, esa *historia de la peseta*, desde que en el contexto del Plan de Estabilización quedó homologada en 1959 en el Fondo Monetario Internacional.

Fecha	Operación	Cambio de paridad en el FMI pts. por dólar	% de devaluación (-) o de apreciación (+)
1) 21 jul. 59	Convertibilidad de la peseta	42,00/60,00	30,0
2) 21 nov. 67	Devaluación de la paridad	60,00/70,00	14,3
3) 2 ago. 71	Inconvertibilidad oro del dólar	--	--
4) 22 dic. 71	Apreciación de la peseta	70,00/64,47	+8,6
5) 16 feb. 73	Apreciación de la peseta	64,47/58,02	+11,1
6) 21 ene. 74	Sin paridades centrales en el FMI. Comienza la flotación	Cambios medios: 74=57,69 pts/USD 75=57,41 pts/USD	
7) 9 feb. 76	Depreciación respecto al cambio del 6 de febrero de 1976	60,00/66,70	-10,0
8) 12 jul. 77	Depreciación respecto al cambio del 8 de julio de 1977	70,09/87,33	-19,7
9) 6 dic. 82	Depreciación respecto al cambio del 3 diciembre de 1982	117,59/127,24 Paridad central SME: Pts/DM.	- 7,6
10) 19 jun.89	Entrada de España en el Mecanismo de cambios del SME	65,00	--
11) 17 sep.92	Devaluación paridad central	65,00/68,42	-5,0
12) 22 nov.92	Devaluación paridad central	68,42/72,79	-6,0
13) 14 may.93	Devaluación paridad central	72,79/79,11	-8,0
14) 2 ago.93	Ampliación banda del SME al 15%	--	--
15) 6 mar.95	Devaluación paridad central	79,11/85,07	-7,0

Fuente: Banco de España, Servicios Financieros ICL, y elaboración propia.

Haremos un breve comentario de cada una de las quince entradas para situar cada operación en su específico contexto.

1) 21 de julio de 1959. Primera declaración de paridad de la peseta. El cambio central (con una oscilación del 1 por 100 arriba o abajo) se situó en el FMI en 60 pesetas por dólar, o bien 0,0142112 gramos de metal amarillo.

2) 21 de noviembre de 1967. *Devaluación López Rodó*, realizada durante el Primer Plan de Desarrollo (1964-1967) por el recalentamiento económico, y con toda una serie de secuelas ralentizadoras del crecimiento acelerado de aquellos tiempos.

3) 2 de agosto de 1971. En realidad no hubo devaluación. Simplemente, se registró la *declaración de inconvertibilidad oro del dólar* decretada por el Presidente Nixon, ante la imposibilidad de EE.UU. de afrontar los compromisos de conversión.

4) 22 de diciembre de 1971. Grandes noticias: por primera vez en la historia, una *apreciación de la peseta* respecto al dólar; al devaluarse éste en un 8,57 por 100, cambiando su paridad oro de 35 a 38 dólares la onza.

5) 16 de febrero de 1973. Con la *segunda devaluación del dólar*, se creó análoga situación a la ya explicada para la entrada 4.

6) 21 de enero de 1974. La peseta entró en *libre flotación*, a causa de las inestabilidades que siguieron a la inconvertibilidad del dólar, a sus dos devaluaciones ulteriores y al propio abandono del dólar de cualquier paridad oro.

7) 9 de febrero de 1976. A lo largo del año 75 y las primeras semanas del 76, se produjo un fuerte deterioro de la peseta respecto al dólar. Esa depreciación tenía su origen en la incertidumbre política.

8) El 12 de julio de 1977, sólo tres semanas después de las primeras elecciones democráticas, se estableció un nuevo *fixing* para la peseta, con una depreciación del 19,7 por 100 (*devaluación Fuentes Quintana*).

9) 6 de diciembre de 1982. En términos análogos a la entrada 8, el Ministro de Economía y Hacienda de turno, al tomar posesión de la presidencia del primer Ejecutivo del PSOE, tras la victoria electoral del 28 de octubre de 1982, promovió el típico *fixing* precautorio a la baja (*devaluación Boyer*).

10/13) *Entrada de España en el SME*, con el establecimiento de un tipo de cambio central frente al DM que figura como único guarismo de la columna. Con la particularidad de que para las entradas 10), 11), 12) y 13), la banda de fluctuación en torno a esa cota se situó entre un 6 por 100 en más y en menos de la referida paridad central. Después, entrada 14 del cuadro, la banda de fluctuación se expandió al 15 por 100; por la ampliación decidida en el SME en agosto de 1993, al objeto de encarar las fuertes turbulencias monetarias internacionales. Con toda seguridad, la peseta y el escudo, por lo menos, no se devaluaron ese 2 de agosto de 1993 gracias al fuerte ensanchamiento del margen de fluctuación. Las entradas 11, 12, 13 y 15 son expresivas de las *devaluaciones Solchaga* (las tres primeras) y *Solbes* (la última), que se produjeron en los años 92, 93 y 95, por el acoso a la peseta y a otras monedas del SME.

Virtualmente se pasó a un escenario de cambios flotantes y lo hecho en Bruselas el 1-VIII-93, a muchos les pareció que fue como levantar el acta de defunción del sistema adoptado en 1979; aunque después tales observaciones se revelarían excesivamente pesimistas. La interpretación más alentadora podría fijarse en los siguientes extremos:

- Se ganó tiempo para buscar otras soluciones de mayor sosiego a medio plazo.
- Se disminuyó la presión de los operadores mundiales sobre las monedas europeas más débiles.
- Se permitió que cada una de ellas se colocara en su sitio, en función de las fuerzas del mercado.
- El DM, junto con el florín holandés, se posicionó en mejores condiciones para una mayor flexibilidad frente al dólar, al suavizarse sus problemas de sobrevaluación de cara a las exportaciones.
- Se obligó definitivamente a poner en marcha políticas económicas más resueltas, de mejor administración de los recursos privados, y sobre todo de los públicos, de cara a la convergencia para la UM.

En definitiva, la franja del 15 por 100 funcionó como amplio *colchón* para las monedas más débiles. Mientras que los tres países del Benelux, Francia y Dinamarca, se mantuvieron dentro de la banda anterior del 2,25 respecto al DM.

Dieciséis meses después, el 5 de diciembre de 1994, en una reunión especial del Ecofin, los ministros de Economía de la Unión Europea, no se atrevieron a afrontar una nueva tormenta monetaria. Y por ello acordaron mantener los *márgenes provisionales* fijados en 1993, convirtiéndolas en definitivas; hasta que en 1999 -diríamos hoy- se realice la conversión irrevocable al Euro.

Ese acuerdo de seguir oficialmente en la banda ancha, no se plasmó en ninguna clase de documento. Se dió a conocer, de manera un tanto vergonzante, en un comunicado personal del Ministro de Finanzas de Alemania, Theo Weigel, presidente en ese momento del Ecofin, en el que literalmente se manifestó:

Tenemos ante nosotros un informe del Instituto Monetario Europeo muy útil sobre las bandas de fluctuación del SME, que expresa entera satisfacción por su comportamiento. Mis colegas, son de la misma opinión.

Señalemos, para hacer una apreciación global de los efectos de las turbulencias entre 1992 y 1996, que frente a la media de las 25 principales monedas del mundo, la esterlina se depreció el 11 por 100, la peseta el 16, y la lira el 25. Mientras tanto, el franco francés (junto al DM) se revaluó en un 9/10 por 100, por lo cual las exportaciones galas se resintieron gravemente. Este hecho es lo que indujo al ex-Presidente de la República, Valery Giscard d'Estaing, de cuyo europeísmo es difícil dudar, a proponer la devaluación del franco frente al DM: con una paridad de 7 francos = 1 ECU, en vez de 6,4 francos = 1 ECU (lo que supondría devaluar el 9 por 100 aproximadamente)¹⁰.

Por último, en el gráfico 1.2., *la evolución de la esterlina*, se muestra la gran recuperación experimentada tras la salida del MDC. Circunstancia que no se daba desde 50 años antes, a lo largo de cinco decenios de decadencia. No es extraño, pues, que muchos británicos saludaran esa tendencia como un signo de renacimiento. Actitud que en cambio no asumen los exportadores, para quienes la salida de la libra del SME en septiembre del 92, y su ulterior depreciación, fue origen de un espectacular impulso exportador. De todas formas, la mejora de la moneda británica aún no le ha permitido alcanzar el nivel que tenía en el año 92 respecto al DM y al yen al salir del MDC¹¹.

9. RETORNO DE LA LIRA Y NUEVOS MIEMBROS DEL SME (AUSTRIA Y FINLANDIA)

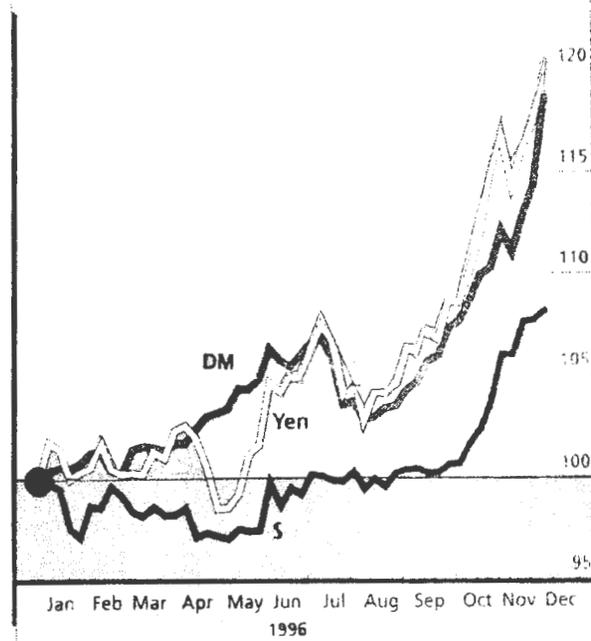
Como veremos después, al establecerse los criterios de Maastricht para la Unión Monetaria, la condición de estar dentro del SME durante un cierto tiempo se hizo inexcusable para acceder a la UM. Por lo cual, los países que dejaron el MDC del SME, tenían la *obligación* de decidir sobre su ulterior retomo. Pero en sucesivos debates del Ecofin se puso en duda semejante exigencia, y el caso es que nadie puede asegurar hoy

¹⁰ "L'euro une chance pour les entreprises?", *Le Monde*, 26.XI.96,

¹¹ *The Economist*, "Hail to the mighty pound", 7.XII.96. También Philip Coggan, "All too good to be true", *Financial Times*, 19.X.96. Asimismo, Sobre los peligros de una libra demasiado sobrevaluada, el artículo editorial "Champagne for the pound", *Financial Times*, 11.I.97.

GRÁFICO 1.2.

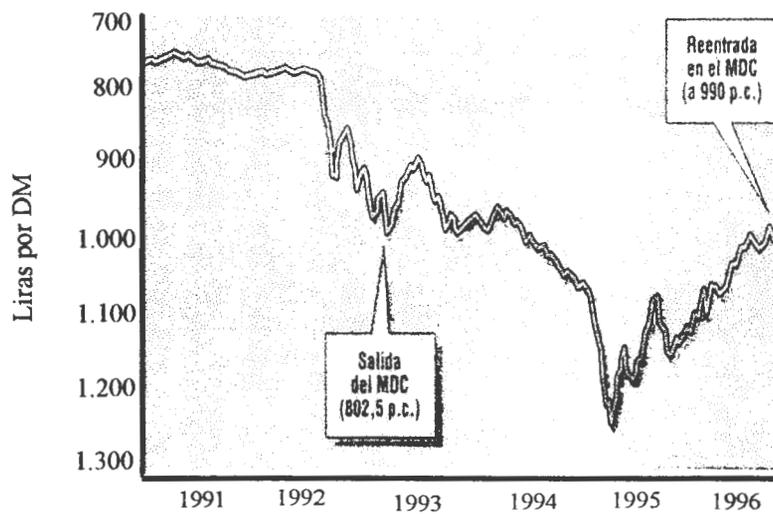
Recuperación de la libra frente al DM, Y, US \$



Fuente: The Economist, 7.XI.96.

GRÁFICO 1.3.

La recuperación de la lira italiana



Fuente: Tribuna, 9.XI.96.

que la *vuelta a casa* sea verdaderamente indispensable, por mucho que Italia retomara al MDC el 24 de noviembre de 1996, del que había salido el 16 de septiembre de 1992 con ocasión de las grandes turbulencias de aquellos tiempos, cuando los operadores del mercado de cambios embistieron contra la mayoría de las monedas europeas. Por entonces, recordemos, los británicos también abandonaron el MDC, y la peseta experimentó su primera devaluación dentro del SME (luego vendrían tres más, según puede comprobarse por el recuadro 1.2.)¹².

El gráfico 1.3. nos muestra que la salida de la lira del MDC se produjo cuando la paridad central era de 802,5 por DM, en tanto que la reentrada se realizó a 990. En definitiva, en los 50 meses en que estuvo fuera, la valuta italiana se depreció en un 18,5 por 100; si bien, a finales del 95 se había llegado a casi el 30 por 100. La recuperación de confianza de esa mejoría, ostensible en el diagrama del gráfico 1.3., fue la base principal del retorno del *hijo pródigo* al *hogar paterno del SME* para recibir las oportunas bendiciones al nacer el Euro.

Señalemos, por último que de los tres nuevos Estados miembros que accedieron a la UE en 1995, el día 9 de enero de ese año, Austria, que ya estaba estrechamente vinculada al DM, situó su chelín dentro del SME. Y en Helsinki se decidió lo propio con el marco finlandés (*markka*) el 12 de octubre de 1996. Así, del nuevo terceto, sólo Suecia prefirió quedarse *sine die* al margen de la disciplina del SME; al lado del Reino Unido, que no tiene intención de volver, pues ni siquiera ha decidido si formará parte de la UM, según veremos después. Por su parte, Grecia continúa fuera del MDC, por sus indicadores virtualmente en otra galaxia..., aunque mejorando.

Con el retorno de la lira al SME y la entrada de Austria y Finlandia pareció como si el SME estuviera entonando su *canto del cisne* antes del nacimiento de la UM el 1 de enero de 1999. Pero en realidad, más que morir, el SME se transformará en *SME bis* para los países que, al no cumplir los criterios de Maastricht todavía, no podrán estar en la *primera velocidad de la Unión Monetaria*, según veremos más adelante¹³.

¹² Ramón Tamames, "La vuelta del hijo pródigo", *Tribuna*, 9.XII.96.

¹³ Sobre la reincorporación de la moneda italiana al SME, puede verse también el artículo de la Subdirección General de Estudios del Sector Exterior de la Secretaría de Comercio, Turismo y PYMEs del Ministerio de Economía y Hacienda, "La reincorporación de la lira al SME. Efectos para el sector exterior español", *BICE*, 2.XII.96, págs. 3 y sigs.

CAPÍTULO 2: UNIÓN MONETARIA, FASES PRIMERA Y SEGUNDA, IME

1. EL ACTA ÚNICA EUROPEA DE 1987

Como es bien sabido, y ya hemos aludido a ello varias veces, entre 1974 y 1976 la CEE pasó por una época de duros ajustes, en respuesta al durísimo choque petrolero de 1973/74. El trance, bien negativo, se reflejó en el "Informe Tindemans", presentado por el Primer Ministro de Bélgica al Consejo Europeo en enero de 1976. Un trabajo, en el que se recogían las aspiraciones comunitarias y se reconocían las debilidades; corroborándose que la idea de Europa había perdido fuerza. Para salir de tal situación -decía Tindemans- Europa tenía que huir del repliegue sobre sí misma.

Después, los nuevos sucesos -segundo choque petrolero en 1979/80, ampliación de las Comunidades hacia el Sur, puesta en marcha del SME, problemas planteados por el Reino Unido, etc.- hicieron que las propuestas Tindemans quedaran sin aplicación.

El siguiente empuje, se haría esperar años, pues sólo se produciría el 9 de julio de 1981, cuando en el Parlamento Europeo, a propuesta del legendario Alterio Spinelli y con el apoyo de los diputados del "Club Cocodrilo" -la asociación informal formada por quienes se reunían en el café de ese nombre- se aprobó la resolución de:

1. Asumir plenamente la iniciativa de dar un nuevo impulso al proyecto de Unión Europea.

2. Proceder a crear una comisión institucional permanente, a la cual encargar la modificación de los Tratados.

En cierto modo, la traducción efectiva de los propósitos enunciados en 1981, no fue otra cosa -ni más ni menos- que el antecedente de lo que se llamaría *Acta Única Europea* (AUE), donde se recogió, aunque fuera en su mínimo alcance, el espíritu del *Informe Tindemans*; así como el de los trabajos que dirigió Spinelli, más las propuestas del *Comité Dooge* que se formó para el desarrollo efectivo de las distintas ideas convergentes. Todo ello confluyó en el AUE, suscrita el 17 de febrero de 1986 en Luxemburgo y que entró en vigor el 1 de julio de 1987.

En el AUE se integraron tres grandes bloques de cuestiones. Con el primero, se introdujo la reforma institucional, a fin de agilizar, *ma non troppo*, la toma de decisiones en el Consejo, que se reforzó por un más amplio recurso a la mayoría cualificada; y recreciendo, es verdad que muy tímidamente, los poderes del Parlamento, de la Comisión y del Tribunal de Justicia.

El segundo bloque del temario AUE, concernía a la definitiva formación de la llamada *Europa sin fronteras*, es decir, al Mercado Interior Único (MIU), y dentro de esa bolsa de asuntos quedaron las cuestiones monetarias.

Con el tercer y último grupo de asuntos, se abarcó a las políticas de investigación y desarrollo tecnológico, medio ambiente y asuntos sociales; con programas comunes en el primer caso, criterios concertados en el segundo, y aspiraciones muy generales en el tercero.

Respecto a la intuida Unión Monetaria, la AUE no resultó ser muy explícita. Lo más concreto fue el artículo 102 A (véase el recuadro 2.1.). En ese precepto se determinó que a fin de garantizar la convergencia de las políticas económicas y monetarias -necesaria para el desarrollo del MIU-, los Estados miembros cooperarían con diversos objetivos comunes: equilibrio de la balanza de pagos, estabilidad de precios, confianza en la moneda y alto nivel de empleo. Una declaración programática, en apariencia sin virtualmente nada nuevo, pero que sí insistió en algo importante: *en la medida de lo necesario*, se aplicarían las disposiciones del artículo 236 del TUE; según el

RECUADRO 2.1.: INNOVACIONES DEL ACTA ÚNICA EUROPEA EN CUESTIONES MONETARIAS

Subsección II. Capacidad monetaria

Art. 20.1. En la tercera parte del Tratado CEE se insertará, en el título II, un nuevo capítulo 1 redactado como sigue:

"CAPITULO 1

Cooperación en materia de política económica y monetaria
(Unión económica monetaria)

Art. 102 A. 1. A fin de garantizar la convergencia de las políticas económicas y monetarias, necesarias para el desarrollo ulterior de la Comunidad, los Estados miembros cooperarán de acuerdo con los objetivos enunciados en el artículo 104. Los Estados miembros tendrán en cuenta para ello las experiencias adquiridas por medio de la cooperación en el marco del sistema monetario europeo y del desarrollo del Ecu, dentro del respeto de las competencias existentes.

2. En la medida en que el desarrollo ulterior de la política económica y monetaria exigiere modificaciones institucionales, se aplicarán las disposiciones del artículo 236. En caso de modificaciones institucionales en el ámbito monetario, el Comité Monetario y el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales serán igualmente consultados".

3. Los capítulos 1, 2 y 3 pasarán a ser, respectivamente, los capítulos 2, 3 y 4.

Texto del artículo 236 del Tratado de Roma (desaparecido en el Tratado de Maastricht y subsumido en el artículo N)

El Gobierno de cualquier Estado miembro o la Comisión podrá someter al Consejo proyectos encaminados a la revisión del presente Tratado.

Si el Consejo, después de haber consultado a la Asamblea y, en su caso, a la Comisión, emitiera un dictamen favorable a la reunión de una conferencia de representantes de los Gobiernos de los Estados miembros, ésta será convocada por el presidente del Consejo, a fin de adoptar de común acuerdo las enmiendas que deban introducirse en el presente Tratado.

Las enmiendas entrarán en vigor tras haber sido ratificadas por todos los Estados miembros, de conformidad con sus respectivas normas constitucionales.

cual, el Gobierno de cualquier Estado miembro, o la Comisión, estarían facultados para someter al Consejo de Ministros los necesarios proyectos de revisión del propio Tratado.

En realidad, fue esa referencia al artículo 236 en la que se asentó -una vez consultados el Parlamento y la Comisión- el acuerdo para convocar una conferencia de los representantes de los países, a fin de revisar el viejo texto de Roma, ya retocado con la propia AUE; se producía así el tan traído y llevado, y vituperado, *Tratado de Maastricht*. En definitiva, en el AUE se planteó que el logro de la Unión Monetaria requería de una *conferencia ad hoc*, con su consiguiente traducción en un nuevo acuerdo intergubernamental.

2. EL INFORME DELORS 1989

Como elemento de preparación de la Conferencia Intergubernamental, el Consejo Europeo reunido en Hannover en junio de 1988, encargó estudiar la Unión Monetaria a un grupo presidido por Jacques Delors. El propósito era discutirlo un año después, en la sesión del Consejo Europeo a celebrar en Madrid durante la primera presidencia española de la CE, en junio de 1989. El resultado de esos trabajos, el *Informe Delors*, se hizo público el 13 de abril de 1989, y efectivamente se debatió en Madrid los días 26 y 27 de junio de 1989; reiterándose la determinación de realizar progresivamente la Unión Monetaria. Se acordó comenzar su primera fase el 1 de julio de 1990. Asimismo, se convino emprender los trabajos preparatorios para la *Conferencia Monetaria Intergubernamental Comunitaria*.

Con vistas a ese magno encuentro, en el segundo semestre de 1989 se hicieron varios estudios adicionales. Entre ellos, destacó el llevado a cabo por el Comité presidido por Elisabeth Guigou -Encargada de Misión cerca del Presidente de la República Francesa-, que se publicó en octubre de 1989 con la detallada relación de las cuestiones a abordar por la Conferencia.

El Consejo Europeo de Dublín del 25 y 26 de junio de 1990, fijó para el siguiente 14 de diciembre el comienzo de la *Conferencia Intergubernamental sobre la UM*, disponiendo que un día después se iniciaría la relativa a la Unión Política. De hecho, las dos funcionaron como si de una sola se tratara.

3. LA CONFERENCIA DE MAASTRICHT

Según las previsiones, y a pesar de la traumatizante Crisis del Golfo -desatada en julio de 1990- se cumplieron los plazos. Y en menos de un año, el 11 de diciembre de 1991, se concluía en Maastricht la doble conferencia intergubernamental con la reforma del Tratado de Roma; en lo sucesivo, *Tratado de la Unión Europea* (TUE).

La firma del TUE se hizo en la ciudad hispanizada en su nombre por Lope de Vega en el drama "El asalto a Maastricht" (evocador del triunfo de los Tercios de Flandes frente a los *rebeldes* holandeses), el 7 de febrero de 1992. La ratificación, sin embargo, resultó sumamente azarosa, tanto por el referéndum negativo de Dinamarca (2.VI.1992) como por el positivo *ma non troppo* de Francia (20.IX.1992); sin olvidar las reticencias británicas e incluso germanas. La Guerra de Bosnia y las turbulencias monetarias de 1992/93, generaron un transfondo adicional de dificultades. Pero al final, el TUE fue ratificado, en octubre de 1993, para entrar en vigor el 3 de noviembre.

Fue entonces cuando la UM experimentó su primer retraso. Inicialmente, se había previsto que 1996 marcaría el principio de lo que se llamaría tercera fase. Pero en medio de las incertidumbres de la Guerra del Golfo, en el Ecofin celebrado en Roma en el segundo semestre de 1990, y a propuesta del entonces Ministro de Economía y Hacienda de España, Carlos Solchaga, esa fecha se demoró por un año, a 1997. Esa nueva data se tomó ya como base para lo que sería el ulterior *Calendario de Madrid* de 1995.

En suma, a partir del AUE, el *Informe Delors* significó ya una primera visión de verosimilitud de la Unión Monetaria. Lo cual sería enormemente positivo para la reelaboración llevada a cabo en Maastricht, según veremos en el siguiente capítulo 3.

Sin embargo, antes de entrar en el detalle de la UM, debemos poner de relieve la gran transcendencia del Tratado de Maastricht, en todos los órdenes, que ha sido objeto de una polémica virtualmente inacabable desde su misma ratificación. La razón de esa controversia radica en el a veces denominado *divorcio* entre los dirigentes políticos, que con el nuevo tratado se propusieron dar un gran paso adelante, y la ignorancia o el escepticismo de la mayor parte de la población. Por otra parte, el Tratado se abrió camino

durante los años 92 y 93, que en los países de la UE fueron en general de aguda recesión económica¹; y por ello mismo, Maastricht se convirtió en una suerte de fácil *chivo expiatorio*.

La *Unión Económica y Monetaria* (UEM)², se planteó en Maastricht en un total de 27 artículos del Tratado de la Unión Europea (TUE, Título VI, del art. 102.A al 109.M), así como en una serie de protocolos sobre:

- estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE),
- estatutos del Instituto Monetario Europeo (IME),
- procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo,
- criterios de convergencia,
- condiciones para la transición a la tercera fase de la UM.

En los artículos citados -que se incluyen textualmente en el anexo 3-, se fijaron los requisitos sobre las *tres fases sucesivas* de construcción de la UM. En este capítulo, nos referiremos a las fases primera y segunda, y dejaremos para el capítulo 3 la *recta final* de la UM, fase tercera, con sus tres etapas (A, B y C) conforme al *Calendario de Madrid*. Pero antes, haremos algunas reflexiones generales sobre el sentido global del TUE.

4. LA UM EN EL TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA (TUE)³

Todavía son muchos los que se niegan a aceptar el Tratado de Maastricht - que en 1997, junio/julio, se verá sustituido por el Tratado de Amsterdam- porque contiene elementos muy contrarios a ciertos convencionalismos. Y entre ellos, fundamentalmente

¹ Para un estudio a fondo del Tratado de Maastricht, es muy útil la obra colectiva de J. Cloos, G. Reinesch, D. Vignes y J. Weyland, *Le Traité de Maastricht. Genese, Analyse, Commentaries*, 2ª edición, Bruylant, Bruselas, 1994. Asimismo, hemos de destacar la muy importante compilación de Javier Díez-Hochleitner y Carmen Martínez Capdevila, *Derecho comunitario europeo*, McGraw-Hill, Madrid, 1996.

² Como podrá comprobarse, en este trabajo casi siempre empleamos la expresión Unión Monetaria, UM, en vez de UME; por la sencilla razón de que lo fundamental es la moneda única y lo demás son aditamentos. Por otro lado, también es fácil observar en el presente escrito que la futura moneda común, el Euro, lo escribimos con mayúscula a diferencia de lo que hacemos con las actuales valutas nacionales; en este caso se trata, simplemente de dar un cierto realce al futuro símbolo monetario de la UE.

³ Como complemento de todo el estudio del TUE en relación con la Unión Monetaria, el Anexo 2 incluye los protocolos fundamentales.

la necesidad de cumplir con criterios de racionalidad: baja inflación para conservar el valor del dinero; déficit público con tope máximo para mejor administrar los recursos de los contribuyentes; tipos de interés en declive que fomenten la inversión y el empleo; y deuda pública contenida para que nuestras alegrías manirrota no hayan de pagarse por las generaciones venideras. Aparte, está la indudable complejidad del Tratado y su secuencia aún no normalizada tras la inclusión de los incisos del AUE y del propio Maastricht (y de la detracción de diferentes artículos del Tratado de Roma y de la propia AUE). Precisamente, para dar una visión sintética y lograr así una apreciación inicial de lo que es este convenio fundamental, en el recuadro del anexo 2 de esta obra, hemos hecho una sinopsis del Tratado.

En las circunstancias expuestas, no es extraño que el TUE continúe siendo en España algo así como un misterio; en parte porque desde el Gobierno se han dado pocas explicaciones; y también porque ciertos colectivos de detractores -algunos de ellos partidarios de las inercias laborales de siempre, aunque sea con inflación y paro-, se han ocupado de que Maastricht (que en realidad es la 3ª edición del Tratado de Roma, después de la 2ª del Acta Única de 1987), se considere más como un ataque al Estado de bienestar, o en el sentido contrario la senda hacia el IV Reich.

4.1. Filosofía del Tratado

Pero con ser tan importantes como discutibles esos alegatos, y considerando también las observaciones peyorativas de no pocos juristas hacen sobre la redacción del TUE (verdadero *bodrio*, dicen), y sin olvidar a quienes ejercen *la funesta manía de no leer*, el que no se entienda bien la verdadera naturaleza del tan vituperado convenio, radica en factores filosóficos, culturales e incluso antropológicos. Quiere decirse con ello, que el Tratado es un texto asaz darvinista, característica que es visible en el implícito premio al esfuerzo (la lucha por la vida) por hacer las cosas bien en un mundo cada vez más competitivo.

Por otra parte, el TUE tiene un contenido altamente calvinista -en el sentido de Max Weber, de su célebre ensayo sobre "La Ética protestante y el espíritu del Capitalismo" que muchos no acaban de comprender-, ya que en el Tratado se busca un triple objetivo:

- La austeridad en la administración de los recursos colectivos, lo cual significa un *déficit público* lo más bajo posible, con la consecuencia a medio y largo plazo de un *stock de deuda* también limitado.
- La idea de hacer las cosas lo mejor posible por parte de las Administraciones, antes y después de la UM, de lo cual surgió la idea del *Pacto de Estabilidad*, con sanciones que podrán ser rigurosas respecto a los Estados que sobrepasen los límites de lo permisible.
- El cumplimiento de normas precisas, muy claras, que se cuantifican en los *criterios de Maastricht*, no tanto cabalísticos como sí exigentes de una responsabilidad nítida de difícil discusión.

4.2. Teoría de las áreas monetarias óptimas

Económicamente, el fundamento de la UM cabe buscarlo en la *teoría de las áreas monetarias óptimas* (AMOs). Las tesis más al uso sobre las uniones monetarias se asientan, entre otras, en las ideas de Robert Mundell, quien a principio de la década de 1960 contribuyó a configurar el concepto de *área monetaria óptima* (AMO, u *optimum currency area*, OCA), subrayando que un área especial de esa clase debe coexistir con unas condiciones laborales suficientemente homogéneas⁴. Al respecto son interesantes las conclusiones de un artículo de Paul de Grauwe⁵, a las que agregamos una serie de comentarios adicionales nuestros, a cada uno de sus puntos; para mayor claridad escribimos esas apostillas en letra redonda, tras las cursivas de De Grauwe:

La teoría de las AMO nos enseña una lección importante acerca del proceso de unificación monetaria de Europa: la Unión Europea de 15 miembros es probablemente demasiado grande y dispar para permitir un funcionamiento equilibrado de una unión monetaria.

⁴ Sobre el tema, R.A. Mundell, "The Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review (AER)*, nº 51. Como crítica a las tesis de Mundell, R. I. MacKinnon, "A Theory of Optimum Currency Areas", *AER*, nº 53. Para una evaluación del concepto en cuanto a la posibilidad de generalizarlo respecto de sus aplicaciones. E. Tower y T.D. Willet, "The Theory of Optimal Currency Areas and Exchange Rate Flexibility", *Princeton Special Papers in International Economics*. Como divulgación de todo lo anterior, P.R. Krugman, "Economía Internacional", McGraw Hill, 3ª edición, Madrid, 1995. Mi agradecimiento al Prof. J.R. Lasuén, por su ayuda en este pasaje.

⁵ "La economía de la convergencia hacia la unión monetaria en Europa", en Juan R. Cuadrado Roura, Tomás Mancha Navarro, "España frente a la Unión Económica y monetaria", Civitas, Madrid, 1996

Este argumento no tiene mucha fundamentación, pues dentro de los propios Estados de la UE, también hay bastante heterogeneidad, a pesar de lo cual en cada uno de ellos hay una moneda única, sin que ello afecte al normal funcionamiento de la economía.

Una unión monetaria de quince países presionaría demasiado al Banco Central en busca de compensaciones a los países miembros más débiles. En consecuencia, lo ideal sería que la unión monetaria fuese reducida y con Estados homogéneos.

El Pacto de Solidaridad puede prevenir las demandas de los países más propicios a la exigencia de subsidios compensatorios.

Nosotros hemos señalado, sin embargo, que los requisitos de convergencia de Maastricht no proporcionan el mecanismo correcto de selección para determinar el número de miembros de este club monetario.

Esto podría haber tenido su lógica en el momento de formularse inicialmente la UM, pero ya resulta muy tarde para que tenga consecuencias.

Sería posible una UM inmediata para todos los miembros de la Unión, pues los criterios se cumplirían mejor con una moneda única que sin ella. Pero la insistencia alemana en la convergencia refleja su deseo de restringir al máximo el número de países participantes en las instituciones de la UM, para seguir manteniendo el Bundesbank su posición dominante a efectos de las decisiones monetarias⁶.

Esto es sólo verdad en parte. Kohl nunca ocultó su aspiración de que en la UM, cuantos más, mejor.

Los alemanes intuyen el peligro de que su estable economía pueda deteriorarse. Y por ello mismo, sólo querían adherirse a la Unión Monetaria

⁶ J. R. Cuadrado, artículo citado en la anterior nota 5.

en el supuesto de que la Unión fuese capaz de mantener un bajo nivel de inflación. La mejor garantía de ello sería que el futuro Banco Central Europeo acabara resultando una copia fidedigna del Bundesbank en cuanto a independencia política, y con el criterio de estabilidad de precios como objetivo esencial.

Apenas necesita de comentarios: podría decirse que el BuBa prácticamente se ha salido con la suya.

Por su parte, según ha señalado Tommaso Padoa-Schioppa (1993) -y así lo destaca Guillermo de la Dehesa- "si el SME es el problema, la moneda única es la solución". El desafío era cómo lograrla del modo más rápido y menos doloroso. En ese sentido, lo que se planteó fue construir la UM por los países cumplidores de los criterios de convergencia, para luego unir a ella los demás, conforme fueran observándolos cabalmente. Para ello, el Tratado de Maastricht admitió la hipótesis de dos velocidades a partir de 1999; si bien es cierto que una decisión de ese tipo, desde el principio se apreció que resultaría muy poco popular, al dañar la cohesión social o convergencia real entre los *in* y los *outs*⁷.

5. PRIMERA FASE: LIBERACIÓN DE CAPITAL Y PAGOS

La *primera fase* de la UM, quedó cumplimentada de hecho en 1990, con la *libre circulación de capitales* (LCC) que, como ya vimos en el capítulo 2, ocasionó las grandes turbulencias monetarias de 1992/93. Concretamente, en esta fase se adoptaron las medidas que seguidamente detallamos.

- a) Cada Estado miembro (excepto Grecia y Portugal):
 - Conforme al artículo 73.B, hubo de proceder a eliminar definitivamente cualquier clase de restricciones en materia de pagos y movimientos de capitales (como hemos visto, en España, desde el 1 de febrero de 1992).

⁷ Guillermo de la Dehesa, "Paradojas de la UME", en Juan R. Cuadrado Roura, Tomás Mancha Navarro, "España frente a la Unión Económica y monetaria", Civitas, Madrid, 1996, págs. 165 y sigs.

- Se comprometió a adoptar un *programa plurianual*, destinado a garantizar la necesaria convergencia de cara a la UM. Este precepto es el que en España dió origen a los *Programas de Convergencia del Gobierno* (PCGs) de 1992 y 1994.

b) Por su parte, el Consejo de Ministros de la UE, basándose en los informes previos de la Comisión, asumió la tarea de evaluar los *progresos realizados* en materia de convergencia (con base en lo enunciado en los PCGs), tanto respecto de cada uno de los Estados miembros como a escala general; en particular, en lo concerniente a la *estabilidad de precios y al saneamiento* de las finanzas públicas.

En pocas palabras, en la primera fase se crearon las condiciones de un verdadero mercado interior único (MIU) para el dinero; puesto que no habría tenido lógica que lo hubiera para mercancías y servicios, y que en cambio no existiera para los medios de pago. Además, se estableció el sistema de medición del progreso o distanciamiento de cada país candidato a la UM, en términos de los *cráterios de Maastricht* que luego veremos, mediante la prueba obligada de un examen periódico.

6. SEGUNDA FASE

La *segunda fase* de la UM se inició el 1 de enero de 1994 (art. 190.E del TUE), con los elementos esenciales de la limitación de las operaciones de crédito, condiciones para los presupuestos, independencia de los bancos centrales, y los ya aludidos criterios preparatorios de la convergencia.

6.1. Prohibición de crédito al sector público

Ya desde el inicio de la segunda fase, el 1 de enero de 1994, entraron en vigor las disposiciones que a continuación sintetizamos (art. 104 del TUE):

- Quedó prohibida la concesión de *cualquier tipo de créditos*, o la *autorización de descubiertos*, por parte de los bancos centrales a favor de instituciones u organismos comunitarios, gobiernos, autoridades regionales o locales, u otros poderes públicos u organismos de Derecho público, o empresas de los Estados miembros; igualmente sucedió con la adquisición directa de *deuda emitida* por

todas esas entidades (en lo sucesivo, para mayor brevedad, todas las categorías identificadas las englobaremos como *sector público*).

- Se decidió impedir también el acceso privilegiado del sector público a cualquier clase de *entidades financieras* distintas de los bancos centrales (art. 104.A).

- Por si todo lo anterior fuera poco en términos de medidas cautelares, la propia Unión Europea como tal, se comprometió a no responder mediante aval de las *obligaciones contraídas por los sectores públicos* de los Estados miembros; sin perjuicio de las *garantías financieras* a prestar de cara a proyectos comunitarios especiales y debidamente concertados. Ese mismo compromiso se asumió por los Estados miembros respecto de sus respectivos sectores públicos (artículo 104.B).

6.2. Condiciones presupuestarias

La Comisión quedó autorizada a supervisar la evolución de la política de cada Estado miembro, a fin de detectar con antelación suficiente sus posibles excesos. La disciplina presupuestaria habrá de responder a dos criterios, plenamente exigibles en la tercera fase de la UM (art. 104.C.2) entre los coloquialmente conocidos como *criterios de Maastricht*.

- i) La proporción entre el *déficit público* y el PIB no ha de superar un *valor de referencia* -inicialmente el 3 por 100- a menos que:
 - el exceso descienda de modo sustancial y continuado hasta llegar a un nivel que se aproxime al valor de referencia;
 - el valor de referencia se sobrepase sólo temporalmente y de manera leve.

- ii) La proporción entre la *deuda pública acumulada* y PIB, no rebasará un *valor de referencia* -inicialmente el 60 por 100-, salvo que el exceso evolucione a un ritmo satisfactorio para su ajuste.

Caso de no cumplir un Estado miembro los criterios recogidos en los anteriores párrafos i) y ii), la *Comisión* tiene potestad para *elaborar un informe* en el que habrá de tener en cuenta otro criterio -que el déficit no supere los *gastos públicos de inversión*-, así como otros factores de interés de la situación económica y presupuestaria a medio plazo del Estado miembro de que se trate (art. 104.C.3). La *Comisión* también puede preparar su informe cuando considere que, aun cumpliéndose los requisitos inherentes a los criterios mencionados, existe, sin embargo, el riesgo de un previsible déficit excesivo (art. 104.C.4).

Si a la vista de los referidos informes la *Comisión* considerara que el Estado miembro en cuestión presenta o puede presentar un déficit excesivo, ha de comunicárselo al Consejo (art. 104.C.5). Y será éste, por mayoría cualificada (y tras escuchar las observaciones que formule el Estado miembro en cuestión), el que decidirá si existe o no un déficit excesivo (art. 104.C.6). Si el Consejo declara tal *existencia*, habrá de dirigir al Estado miembro las recomendaciones oportunas, para que se ponga fin a la inadecuada situación en plazo determinado. Recomendaciones que en principio no se hacen públicas; salvo que el Consejo compruebe que el país amonestado no tiene en cuenta las sugerencias hechas (art. 104.C.8).

En relación con el tema presupuestario, es interesante la opinión de Eugenio Domingo Solans, Consejero del Banco de España y miembro de su comité ejecutivo⁸, cuando hace el símil de que la UM se asemeja a una boda sin posibilidad de divorcio o, al menos, con un divorcio ruinoso. Los costes de una ruptura serían enormes en términos de estabilidad macroeconómica, de proteccionismo y de freno en el avance del proyecto político europeo. De lo anterior se deduce la necesidad de que la disciplina presupuestaria se mantenga a partir de 1998, pues sin ella el futuro Banco Central Europeo difícilmente sería capaz de garantizar una situación estable. Así, la idea de un *Pacto de Estabilidad* propuesta por Theo Waigel, resulta cuestión ineludible, por mucho que se discuta el grado de automatismo de las sanciones derivadas de incurrir en déficit públicos excesivos.

Destaquemos, por último, que no pocos países de la UE, de cara a la entrada en el Euro han venido practicando la llamada *contabilidad creativa*, a base de disminuir el déficit con ingresos atípicos (privatizaciones), haciendo endeudarse a las

⁸ Eugenio Domingo Solans, "La Unión Monetaria Europea desde una perspectiva española. Conferencia pronunciada en la Universidad de las Islas Baleares", Palma de Mallorca, 7.X.96.

empresas públicas en vez de cubrir sus déficit, etc. Dentro de esa lógica de contener el déficit público, también ha desempeñado un papel importante la congelación de los sueldos de los funcionarios, el aumento de los impuestos especiales, e incluso la creación de impuestos *ad hoc* para la UM.

6.3. Independencia de los bancos centrales

De cara a la segunda fase, también se previó que cada Estado miembro había de *culminar la independencia de su banco central*, con arreglo a las disposiciones del artículo 108 (art. 109.E.5). Concretamente, se estableció que “durante la segunda fase, cada Estado miembro iniciará en la forma pertinente el proceso que llevará a la independencia de su banco central, con arreglo a las disposiciones del artículo 108”.

Y así se hizo efectivamente por los Estados de la Unión Europea⁹ con todas las consecuencias que ello comportó. Los BCs, en lo sucesivo, pasaron a disfrutar de completa autonomía, especialmente en lo relativo a la fijación del tipo de interés básico, sin ninguna vinculación a los Gobiernos, y generalmente teniendo en cuenta sólo factores objetivos como el déficit público y la tasa de inflación. La independencia de los BCs se convirtió igualmente en un poderoso mecanismo de avance a la UM.

El Prof. Francisco Cabrillo ha puesto de relieve el importante cambio de opinión que se ha operado en cuanto a la independencia de los bancos centrales¹⁰.

Hace sólo algunos años, resultaba difícil encontrar algún libro o artículo que tuviera como objeto el análisis de los efectos de la independencia de los bancos centrales. Hoy existe una amplia literatura sobre el tema, escrita, en su mayor parte, en los últimos cinco o seis años.

La razón de este cambio radical, parece clara. En un contexto de política económica keynesiana, un banco central no tiene por qué ser independiente, pues su misión consiste en servir de instrumento a la política económica del gobierno. Lo cual consiste, básicamente, en aplicar una política monetaria

⁹ En el caso español, esa determinación se adoptó mediante la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

¹⁰ Francisco Cabrillo, “La independencia de los bancos centrales”, *Dinero*, 2.XII.96.

expansiva en las fases de depresión, y de contracción cuando la economía sufre de exceso de demanda efectiva.

Pero tan pronto como se abandona esa visión keynesiana, las cosas cambian sustancialmente. Poca gente duda hoy de que un banco central independiente se encuentra en situación mejor para conseguir ese objetivo que el controlado por el gobierno; a cuyos programas de política económica debe plegarse en cada momento.

Eifinger y De Haan han escrito un libro indispensable para cualquier economista o financiero interesado en estos temas¹¹, con una conclusión bien clara: aunque la independencia de un banco central no es condición necesaria ni suficiente para conseguir la estabilidad del nivel de precios, los bancos centrales independientes han venido obteniendo resultados mejores en tasa de inflación que los dirigidos gubernamentalmente. Y aún más: los menores ritmos de inflación no parecen haber tenido el coste de tasas más bajas de crecimiento en el largo plazo.

7. CRITERIOS DE CONVERGENCIA¹²

Como oportunamente vimos en la sección 5 de este capítulo, ya en la primera fase de la UM se establecieron los criterios de convergencia para vigilar su evolución en cada país candidato, con vistas al paso de la segunda a la tercera fase (que a su vez está dividida en tres etapas, según detallaremos en el capítulo 3). Las condiciones de convergencia vulgo *criterios de Maastricht*, fueron establecidas con toda precisión -demasiada según algunos- en los protocolos del Tratado, obligando a los Estados miembros que aspiren a ingresar en la UM, a:

¹¹ S.C. Eifinger y Jakob de Haan, *The Political Economy of Central Bank Independence*, Princeton University, 1996.

¹² Sobre el tema, pueden verse Robert de Jorge Domingo, "Libro Verde sobre las modalidades de transición a la moneda única", en *Boletín Semanal de ICE*, nº 2465, de 24 de junio de 1995, pág. 29 y sigs., en donde figuran los elementos básicos del propio "Libro Verde". También Louis-Noël Joly, "Moving to the Single Currency: The View of a Commercial Bank", El Escorial, 7.VII.95 (ponencia presentada a la Escuela de Verano de Economía y Finanzas, EVEF). Asimismo, fueron de interés las conferencias en la EVEF de Carlos Westendorp, Secretario de Estado para la Unión Europea; y Luis María Linde, Director General del Banco de España, y representante alterno ante el IME.

- Contar con una *tasa de inflación* como máximo del 1,5 por 100 por encima de la media (aritmética) de los tres Estados miembros con la inflación más baja.
- Situar los *tipos de interés* dentro de un margen de dos puntos por encima de la media (también aritmética) de los tres Estados miembros la inflación más baja.
- No tener un *déficit fiscal* superior al 3 por 100 del PIB. De ese criterio ya nos hemos ocupado, pero aquí debemos subrayar su naturaleza deslizante. En otras palabras, en la senda a un sistema tributario suficiente, el requisito del 3 por 100 se considera como máximo, pudiendo reducirse después de manera sensible si la Unión así lo decide (tal como ya se ha propuesto con el *Pacto de Estabilidad* al que luego nos referiremos).
- No llegar al 60% en el ratio *deuda pública/PIB*, a fin de evitar los lastres que para cualquier proyecto de gasto razonable pudiera suponer un endeudamiento desorbitado. De este criterio también nos hemos ocupado con anterioridad en 3.2. Por su carácter más estructural, al menos por ahora, no se ha previsto su futura reducción, ni siquiera en el *Pacto de Estabilidad*.
- Y por último, presentar una razonable *estabilidad de cambios* en el SME. Lo cual se tradujo en el requerimiento de situarse en el 2,25 por 100 de fluctuación durante dos años seguidos antes de entrar en la Unión (criterio que, perdió su relevancia desde que en agosto del 93 el tope se ampliara al 15 por 100 según vimos en la sección 7 del capítulo 1).

7.1. Interpretación española de algunos criterios

Será interesante recordar en este pasaje sobre criterios, que España protagonizó algunas aspiraciones de modificación de los mismos. Para empezar, se planteó que el indicador del stock de deuda debía tener más importancia que el de déficit público, por su carácter mucho más estructural¹³. Pero la verdad es que una vez establecidos los dos criterios de deuda y déficit público, no tenía mucho sentido dar más peso a uno que al otro. Además, al ser muy altos los niveles de ciertos países de la UE (Bélgica, Italia y Grecia por encima del 100 por 100 del PIB), el propio criterio de deuda fue perdiendo peso en las lucubraciones intraeuropeas; y por

¹³ Alberto Sotillo, "España quiere que el rigor de la UEM se mida por el nivel de deuda además de por el déficit", *ABC*, 12.XI.96.

lo tanto la disquisición española (planteada porque estábamos mejor en deuda que en déficit público), no tuvo incidencia.

En lo relativo al tema de la inflación, en el Parlamento Europeo (PE) se presentó, el 28.XI.96, una enmienda del grupo del Partido Popular Europeo, con la cual se pretendía suavizar el correspondiente criterio -el más difícil para España-, en su propósito de situarse entre los fundadores de la moneda única. Un total de 25 eurodiputados del PP español, intentaron que el PE respaldara la idea de dar un distinto peso económico a los países de la UE. Ello habría significado *suavizar el listón*, pues los más pequeños, como Finlandia o Luxemburgo, han venido figurando entre los de menor crecimiento de los precios. Según el eurodiputado José Manuel García Margallo (PP), "no es lo mismo Luxemburgo que Alemania"¹⁴. Sin embargo, tal aspiración no pudo alcanzarse por insuficiencia de votos.

Por último, subrayamos que en España hubo en cierto momento la tentación de calcular el déficit público y el stock de deuda teniendo en cuenta el importante margen de la economía sumergida (25/30 por 100 del PIB). En caso de ser un 25 por 100, con un PIB del 125, el déficit oficial del 3 por 100 para el 97 se situaría en el 2,4; y la deuda se bajaría del 67 por 100 al 53. De esa forma, los dos criterios se cumplirían sobradamente. Pero la posible adaptación quedó en mera conjetura.

7.2. Inflación

Respecto al criterio de inflación, el procedimiento a seguir para su determinación puede sintetizarse como sigue:

- La inflación de cada mes del ejercicio de 1997 se comparará con la del mismo mes de 1996. De esa forma, se obtendrán las 12 tasas mensuales/interanuales de 1997; y a partir de ellas, se calculará la media de las 12, expresiva de todo el año.
- Se seleccionarán entonces las tres mejores tasas de entre los Estados miembros, y se establecerán las comparaciones oportunas para determinar qué países no

¹⁴ Carlos Segovia, "El PP fracasa en su intento de suavizar el criterio de Maastricht en inflación", *El Mundo*, 29.XI.96

rebasan la media de los tres mejores *más* 1,5 puntos. Se dará paso de ese modo al *aprobado final* para estar en la UM en lo concerniente al criterio inflación.

El referido procedimiento exige a todos los países que sus indicadores se sitúen muy próximos al objetivo central de la UE desde prácticamente el primer mes de 1997. No será suficiente conseguir el objetivo a finales del año, porque el cálculo de la media invalidaría el logro final; debe aspirarse, por tanto, a lograr un valor lo más bajo posible y sostenido durante todo el ejercicio 1997¹⁵.

7.3. Nuevo IPC europeo

Lógicamente, con la UM ya plenamente configurada, tendrá que haber un IPC europeo. A tales efectos, debemos poner de relieve que el 7 de marzo de 1997, el Instituto Nacional de Estadística presentó el nuevo *Indice de Precios al Consumo Armonizado* (IPCA), que servirá de medida común de la inflación a escala UE, permitiendo así realizar comparaciones intracomunitarias, y constatar el cumplimiento del Tratado de Maastricht. Es previsible que, en no mucho tiempo, de la armonización habrá de pasarse a un verdadero IPC de la UE.

A efectos de la implantación transitoria del IPCA, se realizaron los ajustes necesarios de los IPC nacionales, hasta lograr un índice de características comunes en todos los países. Como datos significativos de ese proceso, señalemos que en el IPCA no figuran servicios médicos públicos, ni enseñanza obligatoria y gratuita; y los gastos de seguros, automóvil y productos farmacéuticos, tienen una ponderación menor. Como resultado de esas exclusiones, o reducciones, el peso de lo eliminado respecto al IPC español, se sitúa en torno a cinco puntos de porcentaje. Así las cosas, algunos Estados miembros salen *beneficiados* (España), y a otros que se ven *perjudicados* (Suecia) en términos de menor o mayor inflación. Concretamente, en España en 1996, con el IPCA se

¹⁵ De hecho, para que España alcance el criterio, la tasa de inflación deberá quedar ya por debajo del 3 por 100, en tomo al 2,6, a partir de marzo de 1997 como muy tarde. El Gobernador del Banco de España durante su comparecencia ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados el 18.X.96 comentó que en España, mientras la tasa de inflación es descendente, los salarios siguen en tendencias muy divergentes al alza: "La lucha antiinflacionista en la UE -afirmó- ha tenido gran éxito; hasta el punto de que países como Holanda registran tasas del 1,4 por 100, y Alemania y Finlandia están ya por debajo del 1 por 100. Ese descenso generalizado y veloz de la inflación encarece el examen de tal variable en el caso español, que se endurecerá por el sistema de cálculo que aplicará la UE para certificar que la inflación de un país cumple con los requisitos necesarios para la moneda única". *El País*, 20.X.1996.

había pasado de una inflación del 2,9 por 100, en términos de contabilidad nacional, al 2,8 por 100 a solo una décima del 2,7 de Maastricht¹⁶.

El IPCA, cuyo primer período de referencia será 1996, está formado por 12 subíndices: alimentación y bebidas no alcohólicas (con una ponderación del 27,5 por 100); bebidas alcohólicas y tabaco (3,2); vestido y calzado (11,4); vivienda (11,2); menaje (6,5); medicinas (0,8); transporte (14,6); comunicaciones (1,6); ocio y cultura (6,9); enseñanza (0,1); hoteles, restaurantes y cafeterías (11,8); y otros (4,4).

7.4. Déficit público y contabilidad creativa

En cuanto al criterio de déficit público, los ajustes contables presupuestarios bajo sospecha de *contabilidad creativa*, deben ser autorizados expresamente por la *Oficina Europea de Estadística*¹⁷, Eurostat, que a tales efectos ha de observar las reglas del SEC (*Sistema Europeo de Cuentas Nacionales*).

Entre los casos más significativos resueltos favorablemente por Eurostat, hay que citar las ventas de oro del Tesoro belga, el euroimpuesto italiano por una sola vez, los endeudamientos españoles de empresas públicas que no redundan en déficit en el presupuesto del Estado a pesar de que los créditos para su financiación cuentan con aval público, la utilización de los recursos provenientes de privatizaciones para disminuir directamente el déficit público, etc. (caso de France Telecom).

En materia de *contabilidad creativa*, el presidente del Bundesbank, Hans Tietmeyer, se muestra inflexible, al asegurar que no cabrá tolerar fórmulas de "sí pero", ni "tretas estadísticas", para suavizar el efecto del Pacto de Estabilidad cuando éste entre en funcionamiento tras implantarse el Euro, argumentando que:

*Una interpretación blanda de los criterios de Maastricht pondría en peligro la estabilidad del Euro. Aflojar la mano, minaría desde su inicio la confianza en la moneda única por parte de los trabajadores, jubilados, ahorradores e inversionistas extranjeros*¹⁸.

¹⁶ "El nuevo IPC europeo acerca a España a la convergencia", *Negocios*, 8/9.III.97.

¹⁷ Graham Bowley, "Eurostat, FOMC and G7 set to move currencies", *Financial Times*, 3.II.97; y también Lionel Barber, "Boost for Italy's bid to be in first Emu wave", *Financial Times*, 4.II.97.

¹⁸ "Tietmeyer no tolerará tretas para suavizar la convergencia tras el euro", *Negocios*, 21.II.97.

Un caso especial de contabilidad creativa fue el de la aprobación por Eurostat, el 22 de febrero del 97, del ya mencionado *euroimpuesto* italiano, con el cual resultó posible alcanzar un déficit menor del 3 por 100 del PIB de cara a 1997, con un *impacto reductor* de 0,5 puntos de PIB. Ese tributo se aplicará por una sola vez, en 1997, y al menos en una parte podría reembolsarse a los contribuyentes en 1999; circunstancia ésta que suscitó numerosas críticas, en el sentido de que podría tratarse más bien de un préstamo que no de un impuesto, y que por ello mismo, en nada mejoraría la verdadera salud económica del país. Sin embargo, el nuevo mecanismo acabó siendo aceptado por Eurostat, pues según el Dr. De Michelis, de esa Oficina Estadística, el compromiso de devolver el impuesto a los ciudadanos tiene carácter más de promesa política que de oferta a cumplir inexorablemente.

La resolución a favor de Italia que comentamos, coincidió con otras decisiones del Eurostat en sentido análogo, por las que se aceptaron financiaciones privadas de infraestructuras públicas en el Reino Unido, Dinamarca, Alemania y Suecia¹⁹.

El gráfico 2.1. se refiere a España, y permite apreciar la evolución de los indicadores fiscales de Maastricht, esto es, tanto del déficit público como del stock de deuda, desde 1983 a 1997.

7.5. Tipos de interés

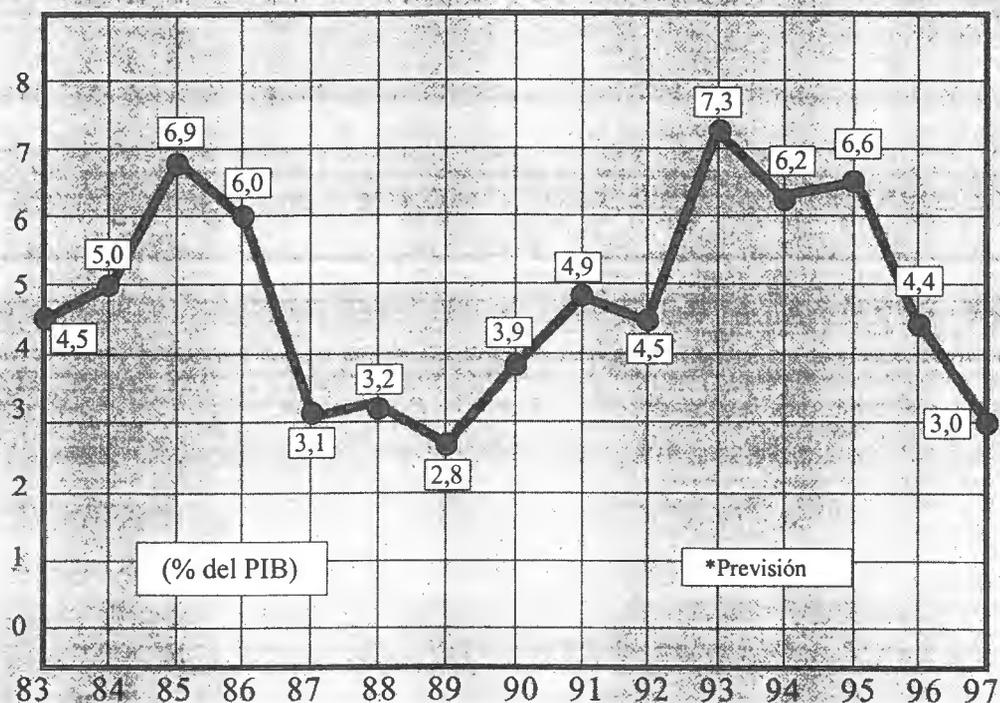
En línea lógica con las previsiones para cumplir con este criterio de Maastricht, Luis Angel Rojo, Gobernador del Banco de España, respondió el 15 de abril de 1997 a las expectativas de los mercados, en función de que el IPC de febrero anterior situó la inflación española en un interanual del 2,2 por 100, el nivel más bajo de los últimos 28 años. El tipo básico del Banco de España se fijó entonces en el 5,50 por 100. De ese modo, se estableció un nivel de 2,75 puntos menos que en marzo de 1996 (ver parte inferior del gráfico 2.2.).

Con la decisión que comentamos, la autoridad monetaria vino a explicitar que no existe freno en la senda del recorte de tipos cuando el déficit público cae y la inflación

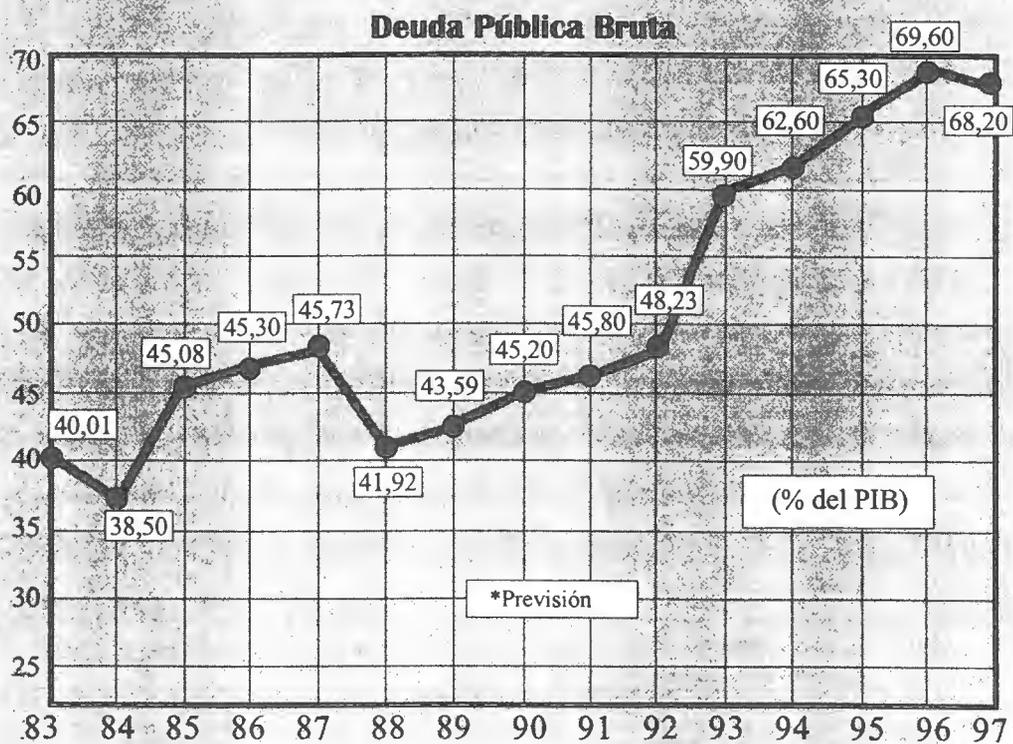
¹⁹ Lionel Barber, "Italy's Emu tax route gets approval", *Financial Times*, 22.II.1997.

GRÁFICO 2.1.

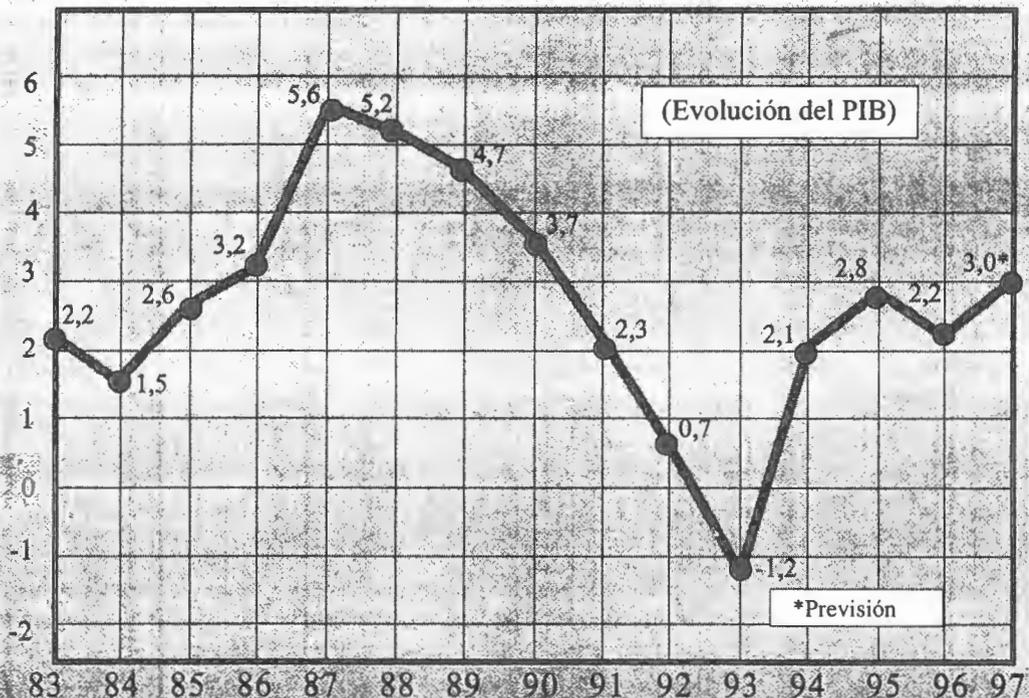
Déficit de las Administraciones Públicas



Deuda Pública Bruta

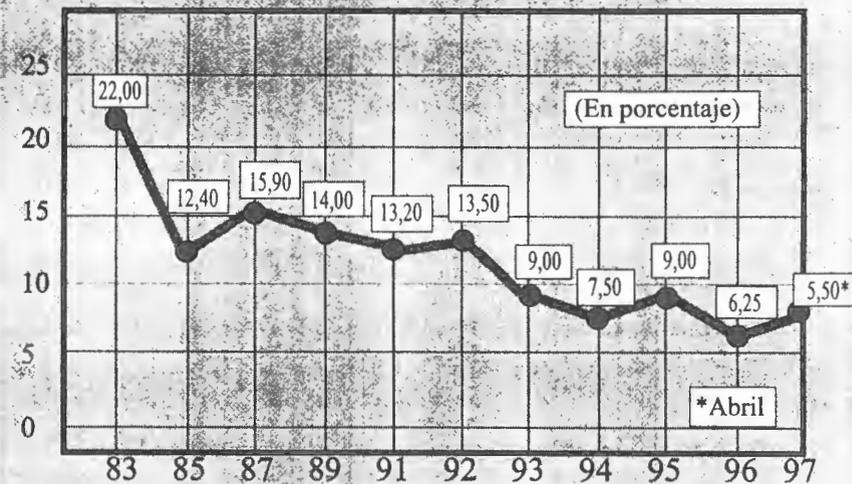


Crecimiento de la economía



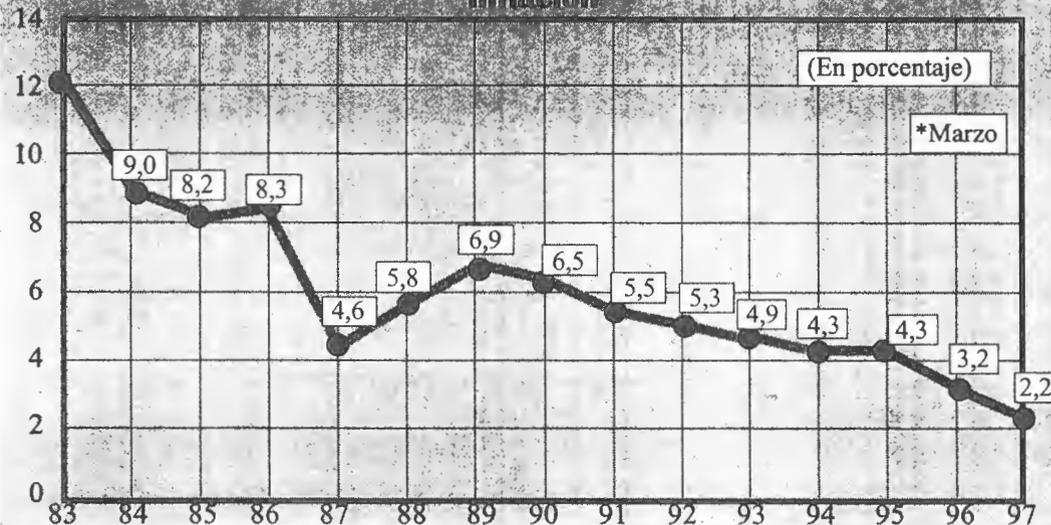
Fuente: Contabilidad Nacional de España serie enlazada base 1996

Precio oficial del dinero



Fuente: Bancó de España

Inflación



sigue descendiendo (a pesar de las amenazas que se derivan de la subida del dólar por su impacto en los precios de la energía y en las materias primas)²⁰ como se demuestra en el gráfico 2.2. imagen superior derecha. Todo lo cual sucede en un marco de crecimiento real que se refleja también en el gráfico 2.2. (parte superior izquierda).

Por lo demás, el Banco de España tiene claro que incluso bajando tipos no hay problemas de defensa de la peseta, como se demuestra que durante los dos últimos años la moneda española no ha salido de la antigua banda estrecha de fluctuación del Sistema Monetario Europeo (SME) del 2,25 por 100 (ver gráfico 2.3.)²¹.

Como plantea Lorenzo Bernaldo de Quirós, la intensa caída de los tipos de interés a lo largo de todo el ejercicio del 96, y la continuidad de esa tendencia en 1997, guarda una cierta relación con las actitudes del Banco de España y la propia política económica del Gobierno. Pero en lo principal, el descenso de tipos se debe al apoyo que decididamente están prestando los mercados, al apostar por la hipótesis de que España estará en la *primera velocidad* de la Unión Monetaria.

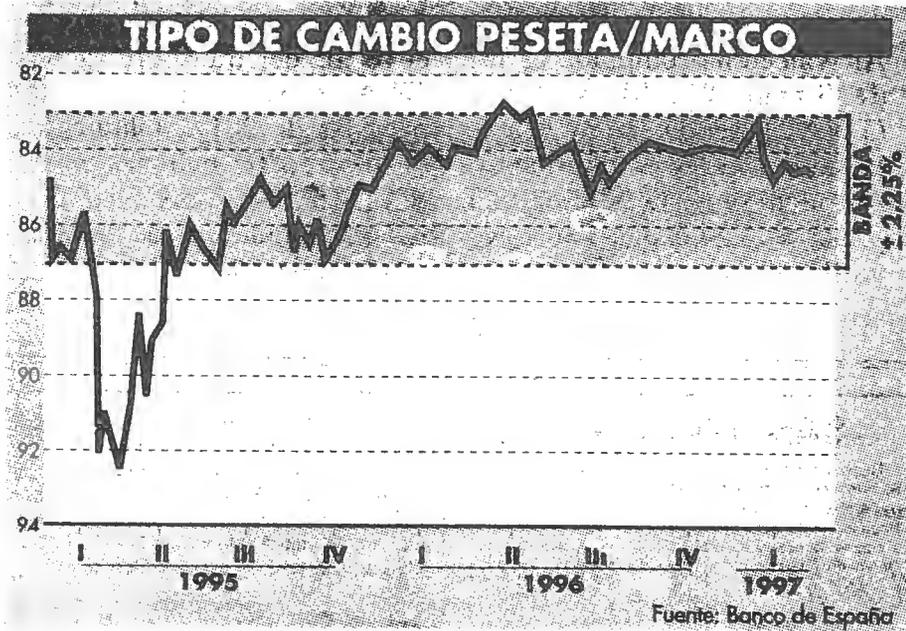
En ese escenario, la propensión a la reducción del precio del dinero, salvo sorpresas (retraso de la UM, desbordamiento del gasto público, rebrote de la inflación, etc.), se mantendrá hasta abril de 1998, cuando se decida quiénes acceden al Euro en primera velocidad. Pero en ese mismo instante, la prima de convergencia activa desaparecerá. En ilustrativas palabras de Bernard Connolly, los mercados *se quitarán la venda de los ojos*, y de nuevo atenderán más los elementos básicos de la situación que no las expectativas. Será la *hora de la verdad*, pues entonces se sabrá definitivamente si la UM va a funcionar sin tensiones, y qué miembros van a ser capaces de mantener la necesaria disciplina en sus finanzas²².

²⁰ "Rojo premia el buen IPC con una rebaja del precio del dinero al 5,75 por 100", *Negocios*, 15/16.III.97.

²¹ *Negocios*, 20.III.97.

²² Lorenzo Bernaldo de Quirós, "Los tipos de interés y la UEM", *Negocios*, 28.I.97. En el mismo sentido, aunque con mayor estimación de la política del Gobierno, José Barea, "Los mercados no dudan de la seriedad de nuestra economía", *ABC*, 10.II.97.

GRÁFICO 2.3.



Fuente: *Negocios*, 20.III.97.

7.6. El estado de la convergencia

El cuadro 2.1. nos da una idea de la situación respecto de los criterios en los distintos países de la UE, según las estimaciones a finales de 1996 y previsiones para el 97 y 98.

En principio, el *cumplimiento de las condiciones* de convergencia es inexcusable para participar en la Unión Monetaria en abril de 1998, cuando ello se decida por mayoría en el Consejo de Ministros de la UE. De ahí arranca la idea de *dos o más velocidades* : los países más avanzados que entren primero en la UM merced a su mayor *estabilidad* y salud financiera; y el *grupo de rezagados*, en el que quedarían los socios más indisciplinados y heterodoxos.

Pero no hay solamente esas dos posibilidades respecto de la UM. Existe una tercera, que el Reino Unido logró convertir en categoría en el Tratado de Maastricht; con la inclusión de la llamada *cláusula del opting out*, que le permite plantearse la no entrada en la UM (y análogamente para Dinamarca, según lo acordado tras su primer referéndum fallido del 1 de junio de 1992). Al caso de España nos referimos con algún detalle en la sección 8 de este mismo capítulo.

7.7. Dudas sobre los países del Sur

Durante los meses de febrero a abril de 1997, y con una serie de argumentos - reticencias sobre los esfuerzos para entrar en la UM, problemas de Alemania, espectacular subida del dólar, etc.- arreciaron las observaciones contrarias a la incorporación de los países meridionales a la UM²³: Italia, España y Portugal. Se creó así una especie de *frente de Países del Norte* a los que se dió en llamar el *Baffling Club*, por el acróstico de las iniciales, en inglés, de Bélgica, Austria, Francia, Finlandia, Luxemburgo, Irlanda, Holanda y Alemania²⁴.

²³ Ricardo Franco Levi, "Sin Italia y España, la UEM entraría en una fase de profundas convulsiones", *El Mundo*, 7.II.97; C.A.L., "Prodi denuncia la campaña del "BuBa" contra los países del sur", *Negocios*, 8/9.II.97.

²⁴ Fernando Saiz, "El euro no tolera bien el aceite de oliva", *Expansión*, 10.II.97.

CUADRO 2.1.
"Sprint" final hacia la moneda única

	Inflación			Deuda			Déficit			Tipos de interés a largo plazo(%)	Paro		
	(Evol. en %) (1)			(% del PIB) (2)			(% del PIB) (3)				(% S/Poblac. activa)		
	96	97	98	96	97	98	96	97	98		96	97	98
Bélgica	2,0	1,9	1,9	130,0	126,7	123,2	3,4	2,7	2,3	6,5	9,8	9,5	9,0
Dinamarca	2,1	2,3	2,6	70,2	66,2	64,3	1,6	+0,3	+0,3	7,2	6,0	5,1	4,7
Alemania	1,9	1,9	2,0	60,7	61,8	61,9	3,8	3,0	2,7	6,2	9,0	9,7	9,5
Grecia	8,3	6,0	4,8	111,8	108,3	104,9	7,4	4,9	3,4	14,8	9,0	8,9	8,8
España	3,6	2,4	2,2	69,6	68,1	67,2	4,4	3,0	2,7	8,7	22,2	21,3	20,6
Francia	1,8	1,6	1,7	56,2	57,9	58,9	4,1	3,0	3,0	6,3	12,3	12,5	12,1
Irlanda	1,7	2,0	2,5	72,8	68,3	64,3	0,9	1,0	1,2	7,3	12,3	11,7	11,3
Italia	4,4	2,7	2,4	123,7	122,4	120,7	6,7	3,2	3,9	9,4	12,0	12,0	11,8
Luxemburgo	1,9	1,7	1,9	6,4	6,5	6,8	+1,8	+1,1	+1,0	6,3	3,1	3,3	3,5
Holanda	2,0	2,4	2,1	78,5	76,2	74,2	2,4	2,3	1,8	6,2	6,6	6,0	5,4
Austria	2,0	2,1	2,0	70,0	68,8	68,8	3,9	3,0	2,9	6,3	4,1	4,2	4,1
Portugal	3,1	2,5	2,3	65,6	64,1	62,9	4,1	3,0	2,8	8,6	7,3	7,0	6,7
Finlandia	1,2	0,9	1,4	58,7	59,2	58,6	2,6	1,9	0,6	7,1	15,7	14,0	12,9
Suecia	1,2	1,6	1,8	77,7	76,5	74,7	3,6	2,6	1,7	8,0	10,0	9,9	9,4
Reino Unido	2,8	2,3	2,5	54,5	54,7	53,8	4,4	2,9	1,4	7,9	8,2	6,8	6,3
UE-15	2,7	2,2	2,2	73,2	72,9	72,3	4,3	2,9	2,5	7,5	11,0	10,6	10,3

Fuente: Comisión Europea

(1) El criterio de convergencia se calcula con la media de los tres estados miembros con menor IPC y añadiendo 1,5 puntos. En 1997, y según las previsiones de Bruselas, este criterio se situaría en el 2,9
 (2) El Tratado de Maastricht fija el criterio de convergencia en Deuda en el 60% del PIB
 (3) El Tratado de Maastricht fija el criterio de convergencia en Déficit público en el 3% del PIB

En el fondo, algunos coligieron que con esas dudas, Alemania se proponía evitar que ciertos países europeos se unieran a la moneda única, no obstante cumplir los criterios de entrada; por la presunción de que la mera observancia *sobre el papel*, en modo alguno garantiza la *honorabilidad* necesaria para ser miembro de la Zona Euro. Alemania, se manifestaba también, podría preferir el comienzo de la Unión Monetaria con un selecto grupo de países, a consecuencia de lo cual Italia, España y Portugal –que están haciendo todos los esfuerzos del mundo por unirse a la moneda única–, quedarían en la *lista de espera*, relegados por el rigorismo germano²⁵.

A esos comentarios sobre la *no entrada* de los países del Sur en la primera velocidad de la UM, contribuyeron, a principios de febrero de 1997, los ecos de la tradicional reunión anual del *World Economic Forum* en la estación de esquí de Davos, en Suiza. En dicho encuentro, una serie de banqueros apoyaron la idea de que Portugal, Italia, Grecia y España (los PIGS según la malévola sigla inglesa) no deberían formar parte del primer grupo de países, *razonando* que la presencia de tales socios trastomaría los mercados internacionales.

Las opiniones de Davos, se contrarrestaron con la crítica de que ese Foro es una mera *agencia de publicidad* -un *Club de jubilados*, dijo el Profesor Velarde- donde todo el que quiere decir algo paga una sustanciosa suma para que se sepa en el ancho mundo²⁶.

A propósito de las conjeturas sobre quién estará en la primera velocidad y quién no, el presidente de la Comisión, Jacques Santer, manifestó en febrero del 97 que "el tren sólo pasará una vez"; urgiendo con tan ferroviaria reflexión a cumplir el calendario de lanzamiento de la moneda única el 1 de enero de 1999, so pena de "grave crisis política de la Unión". Los ciudadanos italianos, españoles y portugueses, de verse excluidos de la UM en mayo del 98, ¿darían una segunda oportunidad a sus Gobiernos? ¿Dónde quedarían Romano Prodi, José María Aznar y Antonio Guterres en la primavera de 1998, en caso de no haber incorporación al Euro?²⁷. Desde luego, su crédito político caería en picado.

²⁵ Ian Traynor, *The Guardian*, 29.I.97 (citado por Fernando Sainz en el artículo comentado en la nota anterior).

²⁶ CEOE, *Informe Mensual* (febrero 97).

²⁷ Xavier Vidal-Folch, "Expertos de la UE proponen que se anticipe la criba de países para llegar a la unión monetaria", *El País*, 10.II.97.

Precisamente para prevenir ese albur, y como ha observado Samuel Brittan, el gobierno alemán se vio sistemáticamente asediado por las visitas de los Jefes de Gobierno meridionales, en *implorarle* actitud de *recibir el salvoconducto* para ser admitidos en la moneda única en 1998²⁸.

Con todo, en el futuro próximo, lo peor para España y los otros Países del Sur (el *Club Med* como también se les llama), podría venir de frentes distintos de los ya comentados. En ese sentido, resultaron preocupantes las declaraciones del *Premier* británico John Major, al asegurar que el Reino Unido no vacilará, durante el examen de acceso a la fase final de la UM, en denunciar a los "Estados que pretendan incorporarse a la moneda única sin estar en condiciones de hacerlo"²⁹.

Major basó sus razonamientos en la hipótesis de que en caso de que el Reino Unido optara por no entrar en la UM, y en cambio sí lo hicieran los países "que no están en condiciones", la libra, junto con el franco suizo, "se apreciarían frente al Euro, en grave detrimento del comercio británico: el dinero se dirigiría a las monedas fuertes de fuera de la UM, lo cual elevaría la cotización de la esterlina, haciendo así que los exportadores británicos dejaran de ser competitivos. De ahí que el Gobierno de Londres haya de hacer todo lo posible para frenar el ingreso en la fase final de la UM de los *países no preparados*. E incluso habrá que buscar *países aliados* para frenar la incorporación al Euro de los estados miembros bajo sospecha de *alto riesgo*" Una vez más la actitud de *perro del hortelano* —en la metáfora de Lope de Vega—, se hizo patente en las posiciones británicas.

7.8. Incertidumbres alemanas y expectativas cambiantes

En febrero/marzo de 1997, el Canciller Kohl resaltó los grandes esfuerzos aún pendientes para que Alemania cumpla los criterios de Maastricht³⁰. Y ello, por la evidencia del déficit sin controlar, del crecimiento del PIB más lento de lo esperado, el desempleo en su cifra más alta, e incluso con la inflación amenazando repuntar³¹. Ante esa difícil realidad, un inteligente observador, Ignacio Sotelo, decía en abril:

²⁸ Samuel Brittan, "Pitfalls on the euro road", *Financial Times*, 10.II.97.

²⁹ "Major amenaza con vetar el acceso al euro de algunos países", *Negocios*, 11.III.97.

³⁰ Ralph Atkins y Peter Norman, "Germany at risk of missing Emu goals, says Kohl", *Financial Times*, 9.II.97

³¹ En febrero del 97, el desempleo alcanzó en Alemania 4,7 millones de parados, equivalentes al 12 por 100 de la población actual. El déficit público del PIB podría situarse en 1997 en el 3,4 por 100,

Aunque en la Europa comunitaria se perciba la alegría que invade a los compañeros de clase cuando el alumno aventajado falla un examen, la noticia es mala para todos... Según nos acercamos a la fecha límite sin tener los deberes acabados, lo importante es sortear dos peligros: el primero, que se utilice la coyuntura para llevar agua al molino de los enemigos de la moneda única ... el segundo, mucho más amenazador, que la derecha pura y dura pretenda sacar partido de los preparativos del Euro, para tirar por la borda el modelo europeo de capitalismo social, y reemplazarlo por el salvaje que predicán los ultraliberales³².

En esa perspectiva de dificultades, la hipótesis de una UM sin Alemania, que casi todos descartan, fue inteligentemente discutida por Franco Modigliani y Mario Baldassar³³. En un artículo firmado por ambos, se planteó la posibilidad de que el *BuBa*, para mantener su hegemonía monetaria, pueda decidir, a última hora, oponerse a la entrada de la República Federal en la UM (tal vez bajo *presión oficial* del Tribunal Supremo de Karlsruhe) sobre la base, por ejemplo, de un déficit del 3,1 por 100 (en vez del 3 por 100); o por cualquier otra razón, incluso para contener el alto volumen de paro.

A juicio de Modigliani y Baldassari, tal decisión no debería amilanar a los otros candidatos a la UM, que deberían seguir adelante, y construir sin más dilación una especie de *Maastricht Junior*. Con la importante consecuencia, casi segura, que tal actitud impulsaría la decisión final de Bonn de entrar en la UM, al objeto de evitar así los graves problemas que para la economía de la República Federal representaría el quedarse fuera.

Pero siendo interesantes las anteriores reflexiones, lo cierto es que la decisión del Canciller Kohl, 3 de abril del 97, de presentarse nuevamente a las elecciones generales en 1998, fue saludada por casi todos como la mejor garantía de que, de una u otra forma, Alemania cumplirá, y que la UM podrá ponerse en marcha efectivamente en 1998/99³⁴.

por encima del criterio de Maastricht. Con la circunstancia fundamental de que cuando el Tribunal Supremo de la República Federal dio el visto bueno al Tratado de la Unión en 1993, fue con la condición de cumplir a rajatabla los criterios de Maastricht. "Sweating for that euro", *The Economist*, 15.II.97.

³² "El suspenso del empollón", *El País*, 8.III.1997.

³³ "A euro minus the D-Mark", *Financial Times*, 14.III.97.

³⁴ Ralph Atkins y Peter Norman, "German chancellor wants to oversee introduction of single currency. Kohl says he will stand for re-election", *Financial Times*, 4.IV.97. También Peter Norman, "Old campaigner weighs in", *Financial Times*, 5.IV.97.

En relación con las dudas sobre el futuro del Euro, el Director General del FMI, Michel Camdessus, fue terminante en unas declaraciones hechas el 18 de marzo de 1997, en las que puso de relieve la necesidad urgente de completar la UM. Al propio tiempo, Camdessus manifestó que se necesita un *mapa de las rutas a seguir* para la incorporación lo antes posible al Euro de los países que inicialmente pudieran quedar fuera de las convocatorias de 1998 y 1999³⁵.

Frente a esas observaciones de Michel Camdessus, han de contraponerse las dudas de Italia sobre la factibilidad de la UM; que se manifestaron con inusitada contundencia cuando el Gobierno de Roma propuso -vía su Ministro de Asuntos Exteriores, Lamberto Dini- el aplazamiento por un año de la entrada en vigor del Euro; a pesar de que hasta ese momento Roma había desplegado todos los esfuerzos para estar en la *primera velocidad* en marzo/mayo de 1997³⁶.

8. ¿España en la UM?

Para el cumplimiento de los criterios de Maastricht, el Gobierno formuló en España, en 1992 su primer Plan de Convergencia, que no fue respetado en absoluto. Y ciertamente, aunque en menor medida, lo propio sucedió con el segundo plan (1994). En realidad, fue a partir de 1995 cuando en los últimos meses del Gobierno del PSOE empezó a considerarse más seriamente la necesidad de cumplir los criterios, que desde el 3 de mayo de 1996, con el primer Gobierno de José María Aznar, se convirtió en el Norte de la política económica nacional, con una rápida mejoría de las indicaciones. El gráfico 2.4. es bien expresivo de ello.

Meses después, en un ambiente de sintonía, Jean Arthuis y Rodrigo Rato, Ministros de Economía de Francia y España respectivamente, *cerraron filas* en torno a los criterios de Maastricht y al Calendario de Madrid, insistiendo conjuntamente y una vez más en el designio de acceder a la tercera fase de la UM en marzo/mayo de 1999. "La firme voluntad de Francia y España es mantener las fechas y los objetivos del Tratado", afirmó Rato. "El calendario y los criterios resultan indisociables, pues son dos caras de la misma moneda", corroboró Arthuis³⁷.

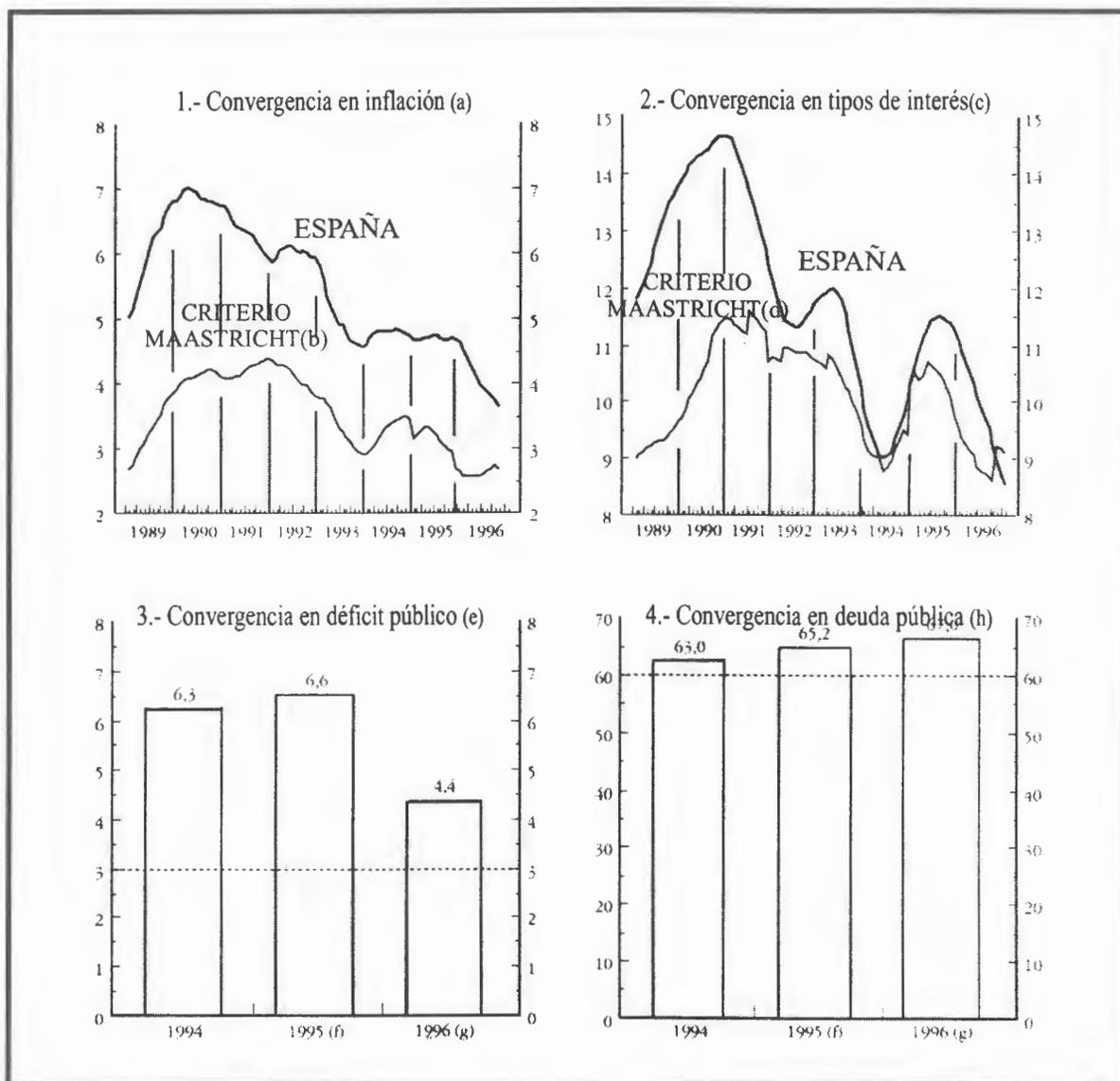
³⁵ Robert Chote, "Camdessus raises euro currency fears", *Financial Times*, 19.III.97.

³⁶ "Italia propone que la UEM se retrase un año. El ministro de Exteriores matiza que sólo quiere "un poco más de tiempo", *Negocios*, 26.III.97.

³⁷ Edith Rodríguez, "Arthuis respalda ante Rato la candidatura de España al euro", *Negocios*, 25.III.97.

GRÁFICO 2.4.

CONVERGENCIA DE ESPAÑA CON LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA, DE ACUERDO CON LOS CRITERIOS DEL TRATADO DE MAASTRICHT



Fuente: Banco de España.

(a) Tasas medias anuales de variación del índice de precios de consumo.

(b) Media de las tres economías menos inflacionistas +1,5 puntos. En noviembre de 1996: Finlandia, Suecia y Alemania.

(c) Medias anuales de tipos de interés a largo plazo.

(d) Media de las tres economías menos inflacionistas +2 puntos. En noviembre de 1996: Finlandia, Suecia y Alemania.

(e) Como porcentaje del PIB. el criterio se sitúa en el 3%.

(f) Estimación.

(g) Previsión Programa de Convergencia.

(h) Como porcentaje del PIB. El criterio se sitúa en el 60%.

Fuente: "La Unión Monetaria Europea. Cuestiones fundamentales", Banco de España, 1997, pág. 45

Asimismo, el titular francés de Economía se declaró "impresionado por la eficacia y dinamismo" de su colega español, al que felicitó públicamente por la decisión de luchar a efectos de que España esté en el *pelotón de cabeza* de la moneda única". En ese sentido, Jean Arthuis señaló que el Ejecutivo español está "firmemente decidido y capacitado para cumplir los criterios de convergencia en 1997 y acceder al Euro en la fecha prevista".

Por lo demás, la mayoría de ciudadanos españoles se muestran convencidos de que efectivamente se accederá a la moneda única. Así se comprobó con los resultados de un sondeo de la entidad Sigma Dos para *El Mundo*, hecho público el 9 de febrero de 1997: los encuestados a favor representaron el 70,8 por 100 del total. Un optimismo del que no sólo participaban los votantes del Partido Popular (76,6 por 100) sino también los del Partido Socialista (63,5 por 100), y aún más los de Izquierda Unida (66,7 por 100). Los opinantes de que España quedaría fuera de la moneda única, apenas supusieron el 15 por 100³⁸.

Señalemos, además, que también ha habido actitudes más que contundentes contra la aspiración hispana de estar en la primera velocidad. Entre ellas destacó la declaración hecha por el Ministro holandés de Finanzas, Gerrit Zalm, a principios de enero de 1997 -al asumir los Países Bajos la presidencia europea-, cuando sugirió la posibilidad de que España podría quedar fuera de la moneda única. Pero a pronunciamiento tan extremo, pronto se le quitó fuerza, cuando con ocasión de la visita a Holanda del Presidente del Gobierno español, José María Aznar, el 18 de febrero, el Primer Ministro neerlandés, Wim Kok, dejó clara su idea de que la peseta "podría integrarse en la moneda única el 1 de enero de 1999". Al propio tiempo, pidió que a España sólo se la juzgue por sus logros en el cumplimiento de los criterios de Maastricht³⁹. El *Informe de Primavera* de 1997, consagró a España como país en primera línea de acceso al Euro. Situación que se sintetiza en el gráfico 2.5. con el clásico rombo de situación respecto de los cuatro indicadores de Maastricht.

Adicionalmente, en el gráfico 2.6. figuran las previsiones económicas 1997/2000, del *Programa de Convergencia* del Gobierno español, publicado en abril del 97, que son bien expresivas de la firme decisión de *seguir convergiendo* después del ingreso en la UM, tras el examen de marzo / mayo del 98.

³⁸ *El Mundo*, 9.II.97.

³⁹ "Aznar recibe el respaldo del primer ministro holandés. Wim Kok rechaza las presiones para alejar a España del Euro", *Negocios*, 19.II.97.

GRÁFICO 2.5.
GRADO DE CONVERGENCIA DE ESPAÑA

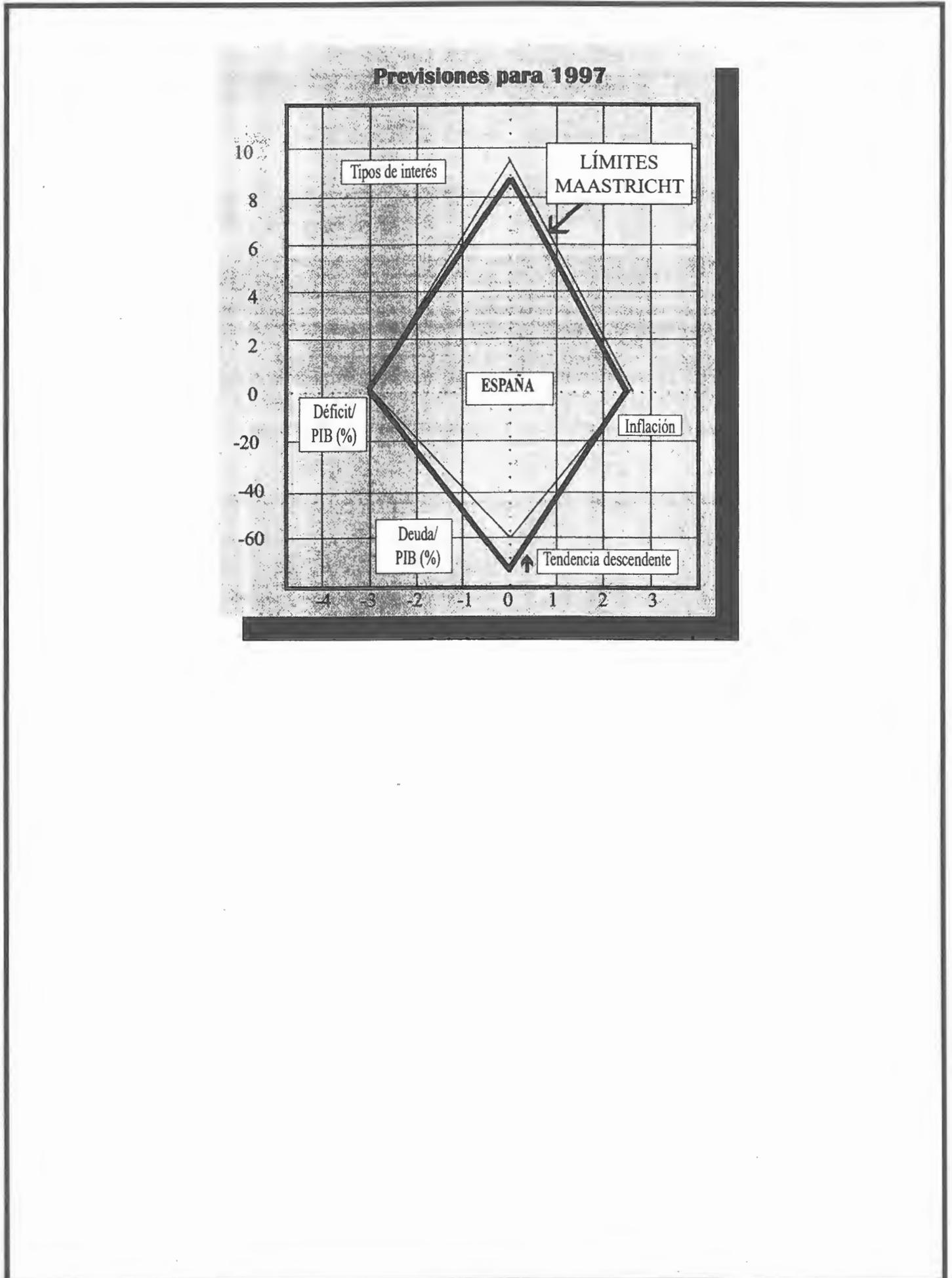
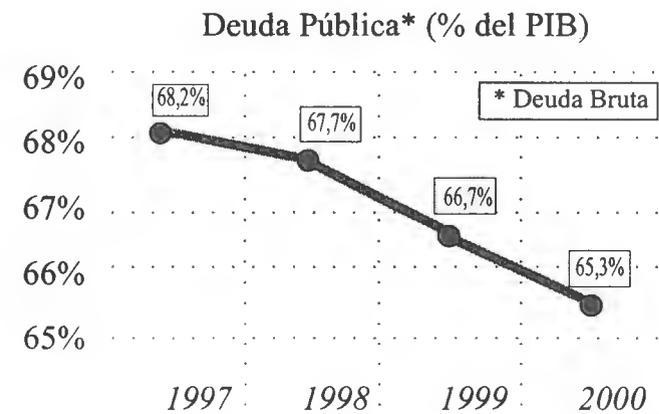
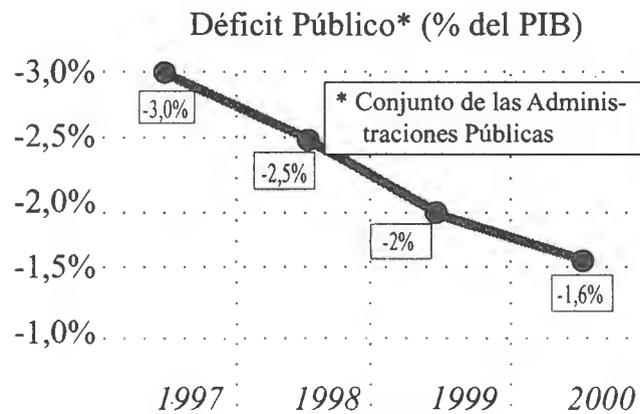
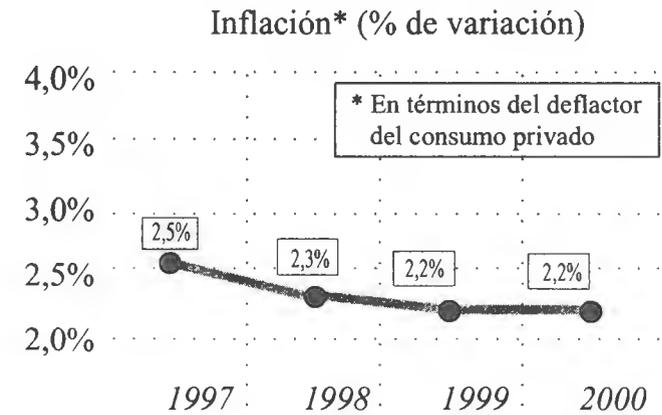
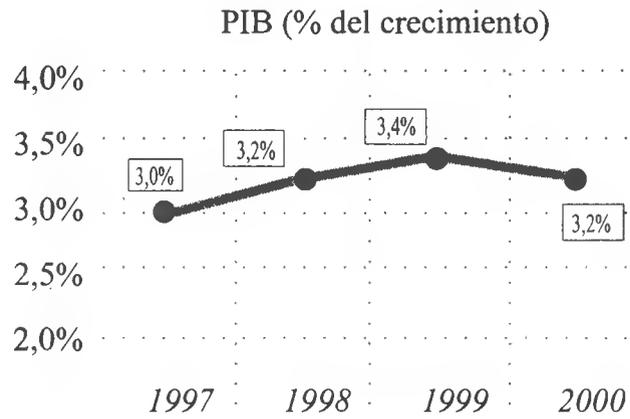


GRÁFICO 2.6.
PREVISIONES ECONÓMICAS 1997-2000



Por lo demás, los mercados parecen apostar ya decididamente por el acceso de España al Euro; como se aprecia, sobre todo por parte de los inversionistas, en el gráfico 2.7. sobre evolución 1986/1997 del índice de cotizaciones de la Bolsa de Madrid.

9. EL PACTO DE ESTABILIDAD

Ya hemos hecho algunas referencias al llamado Pacto de Estabilidad, que debemos estudiar precisamente en este pasaje, porque en el futuro vendrá a reforzar los criterios de Maastricht que acabamos de examinar.

De hecho, el Pacto de Estabilidad era previsible con base en el artículo 104.C.2. del TUE, e inicialmente lo propusieron los alemanes, produciéndose a partir de esa propuesta largas negociaciones, hasta que *últimamente*, los ministros de Economía y los jefes de Gobierno de los Quince se pusieron de acuerdo el sábado 14 de diciembre de 1996 comprometiéndose los futuros países miembros de la Unión Monetaria a reducir su déficit por debajo del 3 por 100.

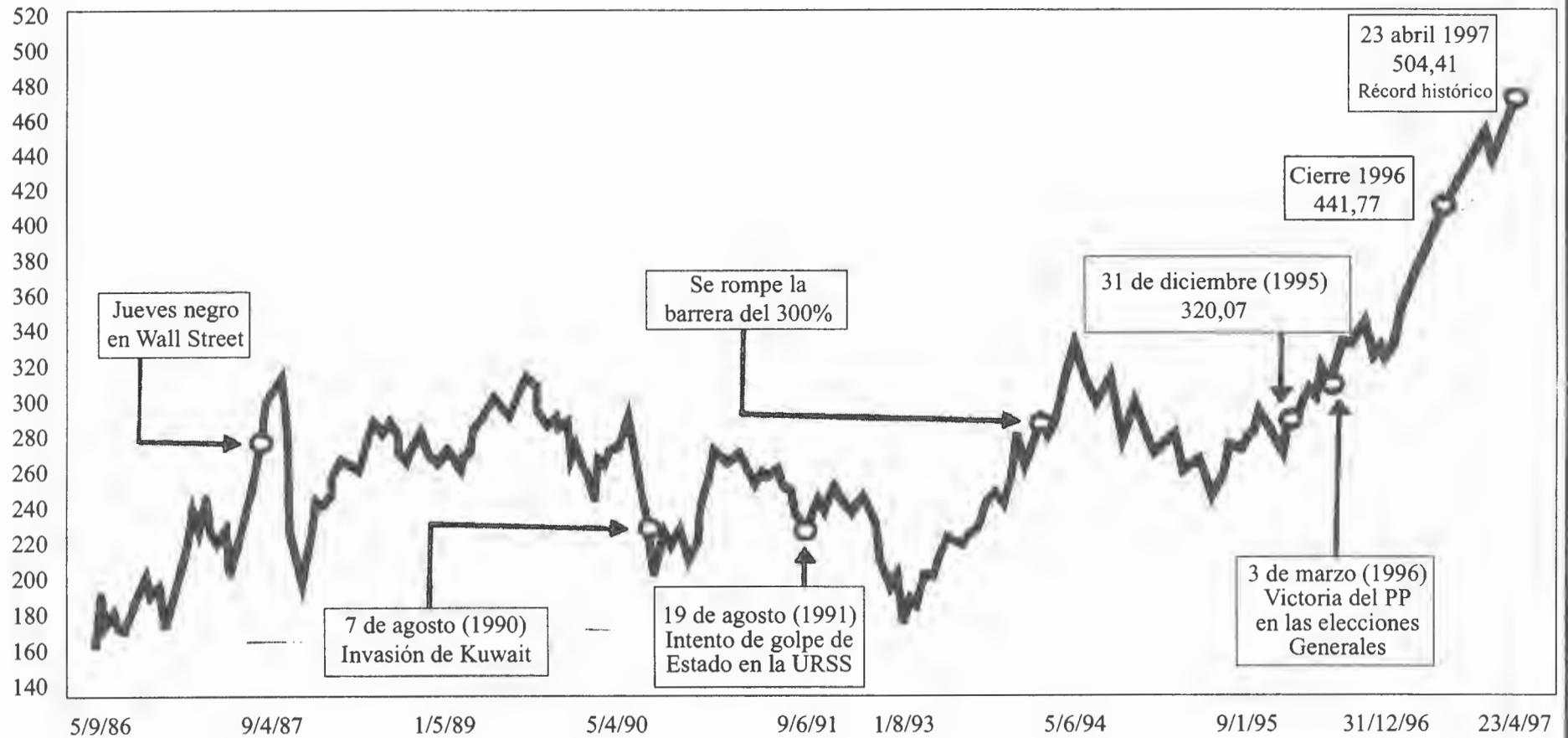
El consenso vino a reflejar un cierto equilibrio entre la ultradisciplina por la que presionó Alemania -con el único apoyo de Holanda-, y el margen de elasticidad y discrecionalidad política por el que abogó Francia con el apoyo de todos los demás Estados miembros.

9.1. El contenido del Pacto

El pacto significa que el esfuerzo que han de hacer las economías de los Quince para entrar en la Unión Monetaria no serán meras acciones puntuales, sino un compromiso perdurable. La ortodoxia monetaria se presenta como la única alternativa para el progreso económico⁴⁰. Concretamente, los acuerdos adoptados en Dublín en diciembre de 1996, y desarrollados posteriormente hasta abril de 1997, fueron:

⁴⁰ Alberto Sotillo y Luis Ayllón, "La Unión Europea apuesta en la cumbre de Dublín por un Euro riguroso y flexible", *ABC*, 14.XII.96.

ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID



Fuente: *Analistas Financieros Internacionales.*

1. Los países con un déficit excesivo no serán penalizados si su situación se debe a una calamidad natural, o si experimentan una caída en su PIB de por lo menos el 2 por 100 en un año. Una situación así solamente se ha producido 13 veces entre los 15 países de la UE en los últimos tres decenios.
2. En el supuesto de una caída entre el 0,75 y el 2 por 100 del PIB, el Ecofin discrecionalmente decidirá si debe imponerse sanción, en función de que el declive sea más o menos súbito, etc.
3. Todos los países que infrinjan las reglas de estabilidad, incluso con una caída del PIB hasta del 0,75 por 100, serán sancionados.
4. La estructura de sanciones del Pacto acordada en la reunión del Ecofin del 5 de abril de 1997, quedaron como sigue: el primer año, el país incumplidor tendrá que hacer un depósito con una parte fija del 0,2 del PIB y una variable de forma que el *techo* máximo quede en el 0,5 del PIB. Si no se corrige ese déficit, el segundo año tendrá que hacerse un nuevo depósito, más leve, por no haber parte fija. Al cabo de los dos años, si el país *enjuiciado* no ha cumplido, el depósito se convierte en multa pura y dura; y si continúa sin corregir su déficit, seguirá siendo castigado con nuevos depósitos y multas. Y en el caso de enmendarse pero después volver a *pecar*, entonces se reinicia el proceso. La gran complejidad técnica del sistema de sanciones, recuerda que en la UM el rigor presupuestario va a ser una constante, y que ningún país podrá incurrir en políticas de déficit a menos que tenga justificaciones serias para ello⁴¹.

9.2. ¿Un Consejo de Estabilidad?

Como puso de relieve Ricardo Cortes -Técnico Comercial y Diplomático- en un interesante comentario sobre el Pacto de Estabilidad, en algunos momentos se aprecia claramente que la alianza francoalemana también tiene fisuras. Así sucedió en Dublín (13-14.XII.96) cuando chocaron el ministro alemán Waigel, insistiendo en la necesidad de una *cultura de estabilidad*, y el francés Arthuis, pronunciándose por la necesidad de tener en cuenta la soberanía nacional:

Traducido al lenguaje vulgar, esto quiere decir que Herr Waigel, y con él la gran mayoría de los alemanes, creen que la política monetaria es algo demasiado serio para dejarlo en

⁴¹ Alberto Sotillo, "El Ecofin endurece las sanciones contra los países de la UEM con déficit excesivo", ABC, 6.IV.97.

*las manos de una caterva de políticos que sólo piensan en ganar las próximas elecciones, y Mr. Arthuis cree que, aunque está muy bien que gracias a la UME la política monetaria francesa no dependa de lo que le parezca bien al Bundesbank, hay que impedir que un grupo de tecnócratas en Bruselas dicte al gobierno francés lo que tiene que hacer en política fiscal. En suma: Alemania ha impuesto un pacto de estabilidad, pero Francia y los mediterráneos han conseguido suavizarlo*⁴².

En esa línea de debate, tras el Consejo Europeo en Dublín, hubo comentarios sobre la posibilidad de que, una vez conseguido el Pacto de Estabilidad conforme a las pautas de Alemania, en el futuro podría establecerse un *Consejo de la Estabilidad y el Crecimiento*; a fin de asumir, al menos en parte, las presiones de Francia. Incluso persona tan significativa como Otmar Issing, miembro del Consejo de Administración del BuBa, encontró razonable esa previsión⁴³.

Jacques Delors, ex-presidente de la Comisión Europea, entró en la polémica durante una conferencia patrocinada por el *Grupo Goldman Sachs* en febrero del 97 en Francfort, expuso su idea de que es preciso adjuntar un protocolo al Tratado de Maastricht -o al de Amsterdam- para en él explicar detalladamente cómo deberían coordinar los gobiernos sus políticas económicas en apoyo de la Unión Monetaria. Delors eludió utilizar la expresión "gobierno económico", que causa gran ansiedad en Alemania. Pero sí pidió explícitamente que al coordinarse las políticas económicas, se consideren variables importantes como empleo, crecimiento y balanza comercial. Una propuesta, en suma, dirigida a rellenar los huecos del artículo 103 del Tratado de Maastricht, según el cual los gobiernos marcarán anualmente *las líneas comunes* de la acción económica de la UE⁴⁴.

Tras muchos esfuerzos, los franceses obtuvieron el apoyo alemán para su propuesta en favor de un entorno político, si bien con una disminución de los futuros poderes del referido Consejo de Estabilidad⁴⁵.

9.3. Armonización fiscal y laboral

Señalaremos, asimismo, que al aumentar las posibilidades de acceso a la UM de países con los cuales al principio no se contaba (España, Portugal e Italia), empezaron a surgir propuestas sobre

⁴² Ricardo Cortes, "Acuerdo sobre el pacto de estabilidad en la reunión cumbre de la UE en Dublín", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 117, diciembre, 1996, pág. 44.

⁴³ Foreign and Financial Staff, "EU warned over policing Emu", *Financial Times*, 17.XII.96.

⁴⁴ David Buchan y Andrew Fisher, "Delors proposes idea of protocol for Maastricht", *Financial Times*, 28.II.97.

⁴⁵ Lionel Barber, "Euro-Zone watchdog to loose its teeth", *Financial Times*, 19.III.97.

esfuerzos adicionales a los incluidos en Maastricht e incluso en el Pacto de Estabilidad⁴⁶. Concretamente, el Comisario responsable de Asuntos Monetarios, el francés Yves Thibault de Silguy, se decidió a respaldar la idea de que los Estados del grupo de cabeza han de incrementar su cooperación fiscal y laboral. "Esa armonización no es una precondition para la Unión Monetaria -afirmó el Comisario-, pero es obvio que el sistema podría mejorar su funcionamiento si se aborda".

En marzo del 97, De Silguy decidió archivar cuidadosamente el estudio que había encargado a principios de ese mismo año para analizar cómo los países de la Unión deberían cooperar en la senda hacia una mayor armonización de la fiscalidad y de la seguridad social de cara a la UM.

El *abandono* de este trabajo no significó, sin embargo, que se haya perdido de vista la trascendencia de lo que ambos aspectos significarán para el nuevo mundo de la UE después ya con la UM consolidada⁴⁷. Y por ello, no cabe considerar como casualidad que el mismo día de anunciarse que se archivaba el referido informe, en el marco de la Comisión se destacara la necesidad europea de disminuir los costes extrasalariales, a fin de ser más competitivos y poder crear empleo; posicionamiento que se produjo a raíz del anuncio del cierre de la fábrica Renault en Bélgica, país en el que precisamente son mayores los costes extrasalariales, sobre todo en el área de las prestaciones al desempleo⁴⁸.

9.4. Los programas de estabilidad

De confirmarse las líneas apuntadas, los países que vayan a integrarse en el Euro habrán de presentar, antes del 1 de enero de 1999, un sustitutivo de los antiguos *planes de convergencia*, bajo la denominación de *programa de estabilidad*; que irá actualizándose anualmente, no más tarde de dos meses después de la aprobación de los respectivos presupuestos generales del Estado.

Los programas a que estamos refiriéndonos, deberán incluir un objetivo de déficit y de deuda a medio plazo, así como las principales hipótesis de evolución macroeconómica: PIB, empleo, paro, inflación y otras variables relevantes. Además, cada programa ha de especificar las medidas destinadas a alcanzar los objetivos.

Los programas de estabilidad tendrán que hacerse públicos, y el Consejo de Ministros de la UE los estudiará como máximo dos meses después de que se le presenten. Por su parte, el Ecofin podrá dar su visto bueno, o solicitar que se revisen las previsiones si estima que el ajuste debe

⁴⁶ Alberto Sotillo, "Francia, Alemania y los países del Benelux tratan de imponer un núcleo duro del euro", *ABC*, 26.I.97.

⁴⁷ Lionel Barber, "De Silguy quietly shelves tax study", *Financial Times*, 13.III.97.

⁴⁸ Caroline Southey, "Brussels drive to cut non-wage labour costs", *Financial Times*, 13.III.97.

reforzarse. En cuanto a la actualización de los programas, será objeto de estudio por el Comité Monetario de la Unión, y si se considera necesario, también por el Ecofin.

En el marco de la vigilancia multilateral, el Consejo de Ministros de la UE podrá aprobar recomendaciones dirigidas al Estado miembro que entienda se halla en riesgo de desviarse de sus objetivos presupuestarios. Y si éste no adopta decisiones de ajuste, y el desfase público supera el listón del 3 por 100 del PIB, entonces el Ecofin podrá cursar las *medidas correctoras* más adecuadas. Como precaución, tales decisiones podrán hacerse públicas; en cierta manera, como *escarnio* para el país *inculpado*.

Por lo demás, el Reino Unido logró en la reunión del Ecofin del 7 de diciembre de 1996 que las reglas presupuestarias del Pacto de Estabilidad no sean de aplicación en el futuro a los países que no accedan de inmediato al Euro ni se sitúen en el SME bis⁴⁹.

10. EL PROGRAMA ESPAÑOL DE ESTABILIDAD 1997/2000⁵⁰

El Programa de Estabilidad elaborado por el Gobierno de la Nación y hecho público en abril de 1997, recoge las previsiones y los compromisos sobre la evolución de las grandes cifras de la economía desde 1997 hasta el 2000, sustituyéndose oficialmente de tal modo el *Plan de Convergencia* de 1994.

En el referido documento, se prevé un crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) a una media del 3,2 por 100 durante el cuatrienio, superando ese crecimiento global de la economía a la inflación prevista en todos y cada uno de los ejercicios, que se estima de una media del 2,3 por 100, en términos de deflactor implícito del consumo privado en las cuentas nacionales. Por otra parte, se anuncia la reducción progresiva del déficit público, para pasar del 3 por 100 del PIB previsto al cierre de 1997 al 1,6 por 100 en el año final del siglo.

Junto a la corrección paulatina del déficit y la inflación, en el programa se prevé una evolución favorable de la Deuda Pública, que del 68,2 por 100 del PIB a finales de 1997, se reducirá al 65,3 por 100 en el 2000.

Todos los grandes indicadores de la economía comentados, ratifican la decisión del Ejecutivo de avanzar en la vía de la convergencia con el resto de las economías comunitarias que aspiran a la

⁴⁹ *The Economist*, "The wrong target", 7.XII.96.

⁵⁰ Véanse los cuadros resúmenes 2.2. y 2.3. de las páginas 68 y 69.

CUADRO 2.2.
PROGRAMA DE CONVERGENCIA (1997-2000)

Conceptos	1997	1998	1999	2000	Media 1997-2000
PIB Y AGREGADOS (% variación real)					
Consumo privado nacional.....	2,7	2,7	2,8	3,0	2,8
Consumo público.....	-0,3	1,0	1,0	1,0	0,7
Formación bruta del capital fijo.....	4,0	7,1	7,8	5,6	6,1
Demanda Nacional.....	2,5	3,4	3,7	3,3	3,2
Exportación de bienes y servicios.....	9,9	9,5	9,7	8,8	9,5
Importación de bienes y servicios.....	8,1	9,6	10,0	8,9	9,1
Saldo exterior (contrib. al crec. del PIB).....	0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
PIB.....	3,0	3,2	3,4	3,2	3,2
OTRAS VARIABLES					
Deflactor del consumo privado (% variación).....	2,5	2,3	2,2	2,2	2,3
Empleo (% variación).....	2,0	2,2	2,3	2,1	2,1
Cap. (+) nec. (-) finan. resto mundo (%PIB).....	1,9	1,7	1,5	1,5	1,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (Contabilidad Nacional: % del PIB)					
Total ingresos.....	40,7	40,7	40,5	40,3	
Total gastos.....	43,7	43,2	42,5	41,9	
Gastos corrientes.....	39,4	38,8	38,0	37,4	
Gastos de capital.....	4,3	4,4	4,5	4,5	
Cap. (+) nec. (-) finan. AA.PP.....	-3,0	-2,5	-2,0	-1,6	
Administración Central.....	-2,7	-2,3	-1,8	-1,4	
Estado.....	-2,5	-2,1	-1,7	-1,4	
Seguridad Social.....	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	
AA.PP. Territoriales.....	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	
Deuda Bruta.....	68,2	67,7	66,7	65,3	
Superávit primario.....	1,9	2,1	2,3	2,6	
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (Contabilidad Nacional: tasas de variación)					
Total ingresos.....	4,9	5,9	5,7	5,3	5,4
Total gastos.....	1,6	4,7	4,4	4,3	3,8
Gastos corrientes.....	2,3	4,1	4,0	4,3	3,7
Gastos de capital.....	-4,4	10,1	8,4	4,4	3,5
ESCENARIO DE CRECIMIENTO ELEVADO					
PIB (% variación real).....	3,2	3,5	3,8	3,4	3,5
Deflactor consumo privado.....	2,5	2,6	2,8	2,6	2,6
Déficit AA.PP./PIB.....	-3,0	-2,3	-1,7	-1,3	--
Deuda/PIB.....	68,0	67,1	65,4	63,5	--
ESCENARIO DE CRECIMIENTO MODERADO					
PIB (% variación real).....	2,5	2,6	2,8	2,6	2,6
Deflactor consumo privado.....	2,4	2,1	2,0	2,0	2,1
Déficit AA.PP./PIB.....	-3,0	-2,7	-2,5	-2,4	--
Deuda/PIB.....	68,7	68,6	68,5	68,3	--

Fuente: Programa de Convergencia

CUADRO 2.3.

MEDIDAS Y REFORMAS ESTRUCTURALES

<p>⇒ CRECIMIENTO</p> <ul style="list-style-type: none">• El PIB aumentará una media del 3,2% en el periodo 1997/2000.	<p>⇒ INGRESOS</p> <ul style="list-style-type: none">• Los ingresos bajarán del 40,7% del PIB este año al 40,3% en el 2000 y aumentarán una media del 5,4% en los cuatro años.
<p>⇒ INVERSIÓN PRIVADA</p> <ul style="list-style-type: none">• Motor del crecimiento, crecerá un 6,1%.	<p>⇒ IMPUESTOS</p> <ul style="list-style-type: none">• La presión fiscal bajará ligeramente.• Mayor persecución del fraude.• Reforma del IRPF (adecuación de las estructuras de tarifas y tipos máximos).• Menor fiscalidad sobre rentas del trabajo y del capital.• Menor fiscalidad sobre el ahorro.• Revisión del sistema de tasas y precios públicos.• Revisión de la tributación PYMES.• Modificación del IVA y de los impuestos especiales para amortizarlos con la UE.
<p>⇒ CONSUMO</p> <ul style="list-style-type: none">• Moderación del consumo público (incremento del 0,7%) y nuevo Estatuto de la Función Pública.• Aumento medio del 2,8% en el consumo privado.	<p>⇒ POLÍTICA PRESUPUESTARIA</p> <ul style="list-style-type: none">• Nueva ley General Presupuestaria, más transparente.
<p>⇒ INFLACIÓN</p> <ul style="list-style-type: none">• Los precios se situarán en el 2,2% en el 2000, con una media del 2,3% en el cuatrienio.	<p>⇒ MERCADO LABORAL</p> <ul style="list-style-type: none">• Se aplicará la reforma laboral pactada.
<p>⇒ EMPLEO</p> <ul style="list-style-type: none">• Crecerá una media del 2,1%.• Se crearán un millón de puestos de trabajo en los próximos 4 años.	<p>⇒ EMPRESAS PÚBLICAS Y PRIVATIZACIONES</p> <ul style="list-style-type: none">• El saneamiento se terminará en dos años.• Tras Telefónica, en 1997 se privatizarán TISA, Aldeasa, Retevisión, Repsol y Endesa. Se esperan ingresos por 1,6 billones este año.
<p>⇒ SALARIOS</p> <ul style="list-style-type: none">• Progresarán por encima del IPC.	<p>⇒ PRESTACIONES SOCIALES</p> <ul style="list-style-type: none">• Más control del fraude.• Aplicación del Pacto de Toledo.
<p>⇒ GASTO PÚBLICO</p> <ul style="list-style-type: none">• Se reducirá en 1,8 puntos. El gasto corriente será el gran sacrificado (dos puntos del PIB).• Las prestaciones sociales se mantendrán por encima del 15% del PIB.• La inversión pública aumentará ligeramente, hasta el 3,3% del PIB.• Reducción del gasto en medicamentos.	<p>⇒ OTRAS MEDIDAS DE LIBERALIZACIÓN</p> <ul style="list-style-type: none">• Aplicación de la nueva ley del Suelo.• Reordenación en transportes.• Mayor competencia en el sector tabaquero.• Nueva Ley de Telecomunicaciones.• Reforma en la Ley sobre Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca, nueva ley reguladora del sector capital riesgo; medidas financieras de apoyo a la PYME y reforma de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones en los términos del II Plan de Liberalización.• Protocolo Eléctrico.
<p>⇒ DÉFICIT</p> <ul style="list-style-type: none">• El déficit público bajará hasta el 1,6% en el 2000, frente al 4,4% de 1996 y el 3% previsto para 1997.• El déficit estatal se reducirá hasta el 1,4%.• Se prevé déficit cero en Seguridad Social en el año 2000.• Procedimientos para ajustar las Haciendas territoriales (Pacto interno de Estabilidad, compromiso para diseñar un procedimiento de déficit excesivos y mecanismos de control).• Negociación de escenarios de consolidación con las Haciendas territoriales acordes con el Programa de Convergencia.	
<p>⇒ DEUDA</p> <ul style="list-style-type: none">• Disminuirá en cuatro puntos, hasta el 65% del PIB, en el cuatrienio.	

Fuente: Negocios, 12/13.IV.1997.

moneda única; e igualmente el compromiso de mantener una política de rigor tras superar el examen de acceso al Euro.

En cuanto a otros indicadores no estrictamente de Maastricht, las previsiones del Gobierno establecen, en cifras medias para el periodo a que abarca el programa, un aumento de la demanda interna hasta el 3,2 por 100; resultado de un incremento del consumo privado del 2,8, de modo que el del sector público se sitúe en el 0,7. En tanto que la inversión evolucionaría al 6,1 por 100. Para las exportaciones, el ritmo de crecimiento previsto se cifra como media en el 9,5 por 100, mientras las importaciones irían al 9,1⁵¹.

11. EL INSTITUTO MONETARIO EUROPEO (IME)

El 29 de octubre de 1993, se reunió en Bruselas el Consejo Europeo, y en su muy apretada agenda (tras la ratificación por Alemania del Tratado de Maastricht el día 12 del mismo mes), se incluyó el tema de la puesta en marcha del *Instituto Monetario Europeo*; la nueva institución de la *segunda fase* de la UM, que a partir del 1 de enero de 1994 sustituirá al Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CE. Para sede del IME se designó la ciudad germana de Francfort del Meno (Frankfurt am Main), notorio precedente sobre cuál será el futuro domicilio del Banco Central Europeo.

11.1. Órganos y atribuciones

El IME tiene personalidad jurídica propia; y se administra y gestiona por un Consejo, que integran su presidente y los gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la UE.

Al *presidente del IME*, lo nombran de común acuerdo los gobiernos de los Estados miembros, en la figura de una persona de reconocido prestigio y experiencia en asuntos monetarios y bancarios; en el caso de la primera designación, sobre la base de lo recomendado por el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales (uno de los últimos actos de dicho órgano antes de su autodisolución) resultó elegido Alexander Lamfalussy, que hasta poco antes había sido Presidente del *Banco de Pagos Internacionales* de Basilea⁵².

⁵¹ *El Mundo*, 7.IV.97.

⁵² Se le llama también, *Banco Central* de los *Bancos Centrales*. Lamfalussy ya había participado, en 1989, en la preparación del *Informe Delors* sobre el avance a la Unión Monetaria.

Los *miembros del Consejo* del IME actúan con absoluta independencia, es decir, sin ninguna clase de mandato imperativo. Lo cual es enteramente lógico si se recuerda lo que vimos en 3.3. sobre la independencia de que deben disfrutar los Bancos Centrales, respecto de sus gobiernos. Es natural, pues, que los componentes del IME, primero, y del SEBC y del BCE, después, tengan un *status* similar.

Esa independencia, lógicamente, no está reñida con la *coordinación*. Por ello mismo, el Presidente del Consejo de Ministros comunitario y un miembro de la Comisión, participan, sin derecho a voto, en las reuniones del Consejo del IME. Además, al presidente del IME se le invita a las reuniones en que el Consejo de Ministros de la UE haya de debatir asuntos relacionados con los objetivos y funciones del IME.

El Consejo del IME se reúne al menos *diez veces por año*, y en general decide por mayoría simple de sus miembros. Sin embargo, los dictámenes, recomendaciones, decisiones y directrices, necesitan de mayoría cualificada de dos tercios de los representantes. Es interesante destacar este método, a diferencia del que más adelante funcionará en el SEBC y en el propio BCE, con base en el voto ponderado conforme a la participación accionarial de cada uno de los Estados socios.

El IME tiene una serie de atribuciones, que se detallan minuciosamente en el Tratado de Maastricht, y en los Estatutos del propio Instituto, que figuran en un protocolo anejo al TUE. Las funciones *sustantivas e inmediatas* del IME, podríamos resumirlas, muy rápidamente, como sigue:

- *Reforzar la cooperación* entre los bancos centrales de los países miembros. De hecho, ello equivale a una suerte de transición hacia el futuro SEBC.
- *Mejorar la coordinación de las políticas monetarias* de los Estados miembros, a fin de asegurar la estabilidad de precios. Lo cual significa la capacidad del IME para invocar la disciplina que han de seguir todos sus socios.
- *Supervisar el funcionamiento del SME*, junto con la Comisión Monetaria.
- *Celebrar consultas* sobre asuntos competencia de los bancos centrales, cuando afecten a los mercados financieros; sin duda, una novedosa función de covigilancia de carácter supranacional.
- *Facilitar la utilización del ECU* en toda clase de operaciones y supervisar su desarrollo; incluyendo la buena marcha del sistema de compensación entre bancos centrales. De modo que, diríamos, se vaya pensando cada vez más en ECUs (y en Euros desde diciembre de 1995) y menos en dólares.
- *Fomentar la armonización de las estadísticas* en el ámbito monetario y financiero.
- *Promover la eficacia de los pagos transfronterizos*, eliminando las costosas barreras que subsisten.

- Preparar la Unión Monetaria⁵³.

11.2. Estructura del IME

En el organigrama del IME se integran un Director General y cuatro departamentos : la Secretaría General ; el Departamento Monetario, Económico y Estadístico ; el Departamento Administrativo ; y el Departamento de Sistemas de Información y Comunicación. Además, el IME cuenta con dos Comités, tres subcomités y seis Grupos de Trabajo (véase gráfico 2.8.).

- El *Comité de Alternos*, lo constituyen los designados por los gobernadores, como *suplentes* suyos. Su labor principal es complementar y preparar las reuniones del Consejo del IME.
- El *Comité Financiero* se ocupa del presupuesto y cuentas anuales del Instituto. Lo preside el Director General, y lo forman representantes de los bancos centrales nacionales.

Los Subcomités y los Grupos de Trabajo fueron creados, en su día, por el ya desaparecido Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, y el IME decidió que continuaran su actividad.

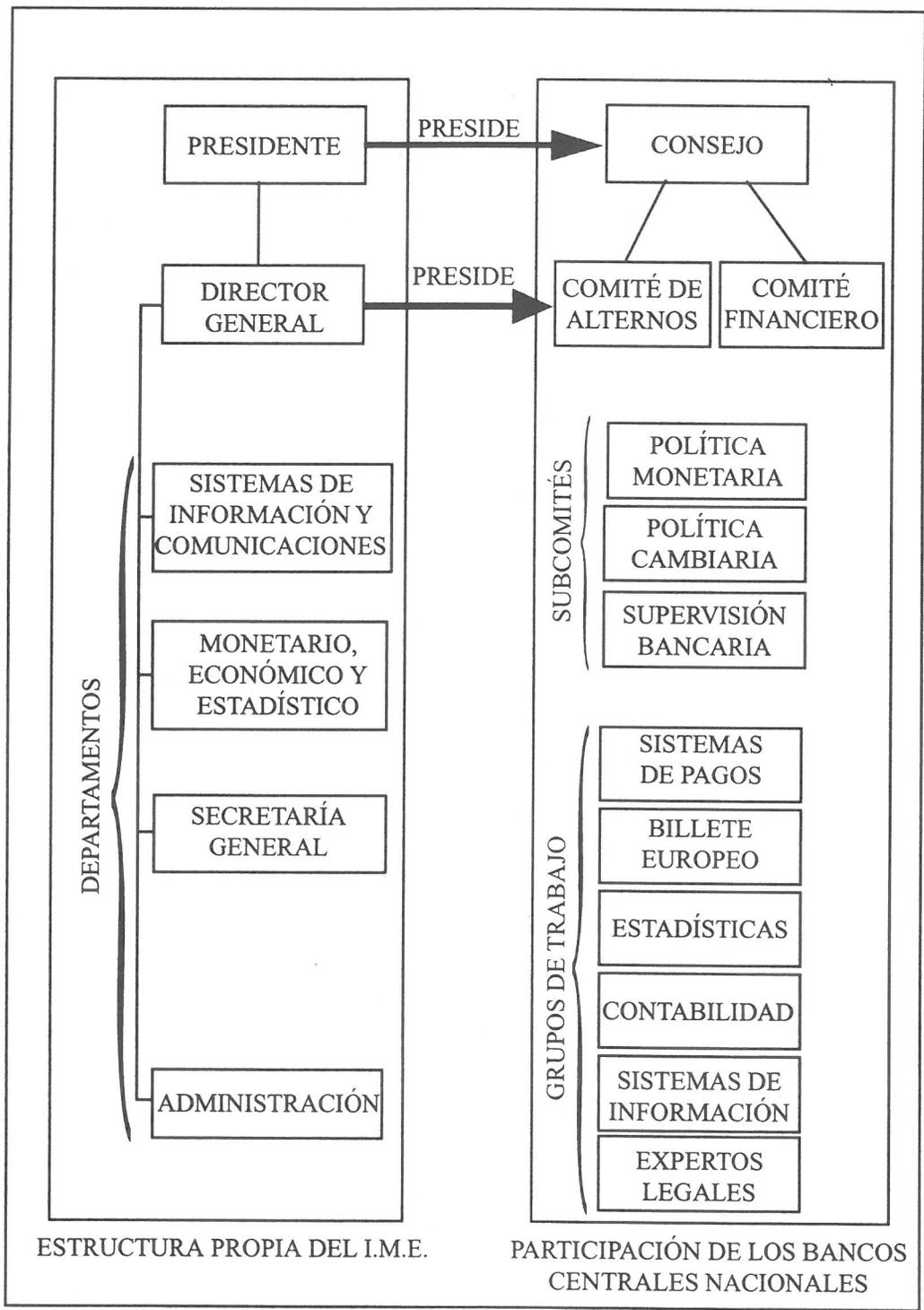
- El *Subcomité de Política Monetaria* se ocupa de los temas previos a la implantación de la futura política monetaria única, tanto en los aspectos estratégicos como en los instrumentales.
- El *Subcomité de Política Cambiaria* se centra en las cuestiones relacionadas con las políticas cambiarias de los países miembros, del seguimiento del mercado del Ecu y del funcionamiento del SME; así como de la preparación del acuerdo cambiario de la tercera fase de la UME entre los países del área del Euro y los países excluidos, y de la futura gestión de las reservas de divisas por parte del SEBC.
- El *Subcomité de Supervisión Bancaria* colabora con otros Subcomités y Grupos de Trabajo, en la perspectiva de la tercera fase de la UME ; analiza las cuestiones relacionadas con la estabilidad de las instituciones y los mercados financieros, y se pronuncia sobre proyectos de normativa comunitaria y nacional que puedan incidir en su ámbito de competencias.

En el gráfico 2.9. figuran los nombres de los subdirectores de los tres Subcomités.

⁵³ Sobre el importante papel del IME en la preparación de la UM, Andrew Fisher, "Technicians look to 1999", *Financial Times*, 27.IX.96.

GRÁFICO 2.8.

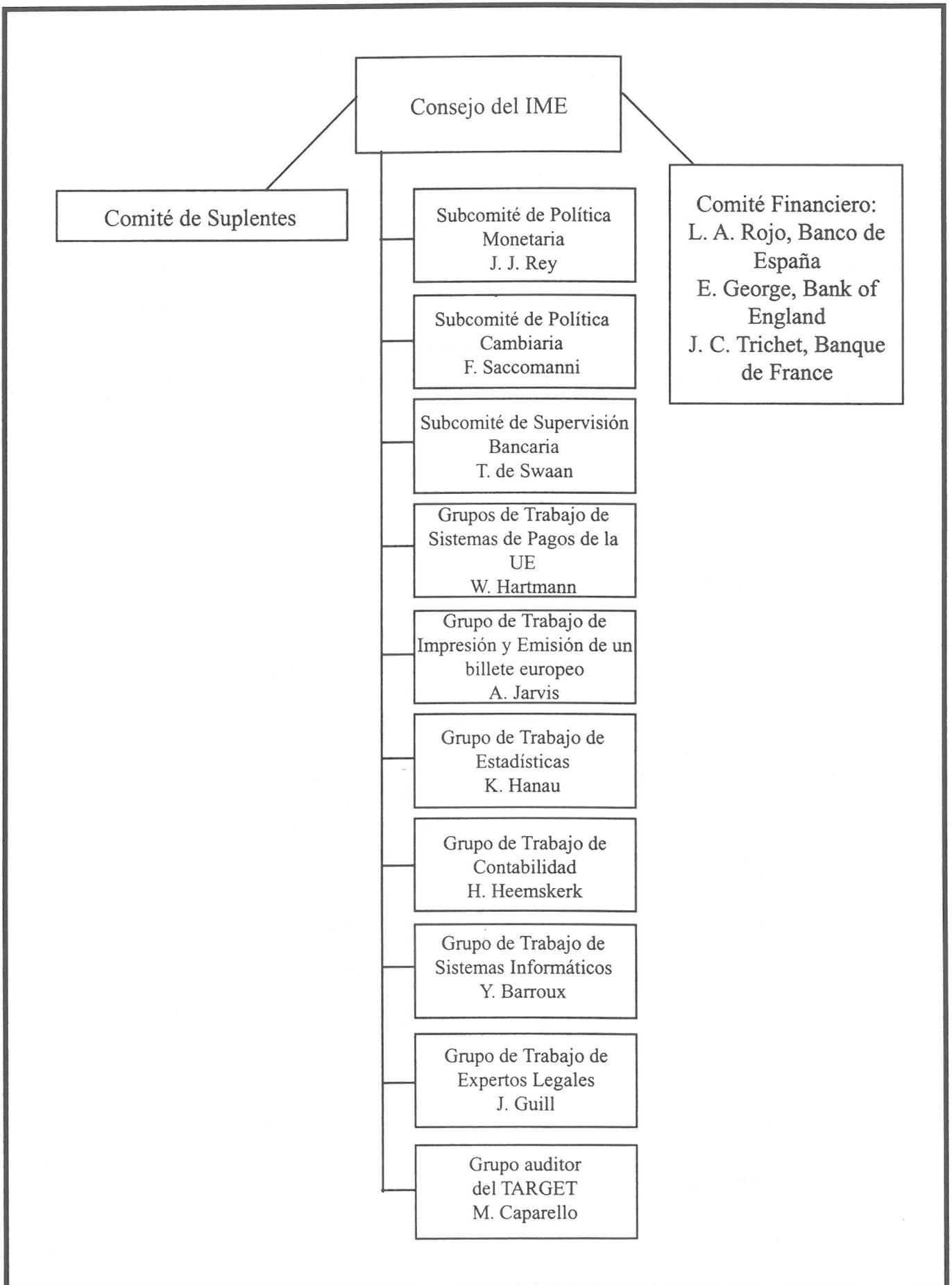
ESTRUCTURA DEL INSTITUTO MONETARIO EUROPEO



Fuente: "La Unión Monetaria Europea. Cuestiones fundamentales", Banco de España, 1997, pág. 73

GRÁFICO 2.9.

ORGANIGRAMA Y DIRECTIVOS DEL IME: SUBCOMITÉS Y GRUPOS DE TRABAJO



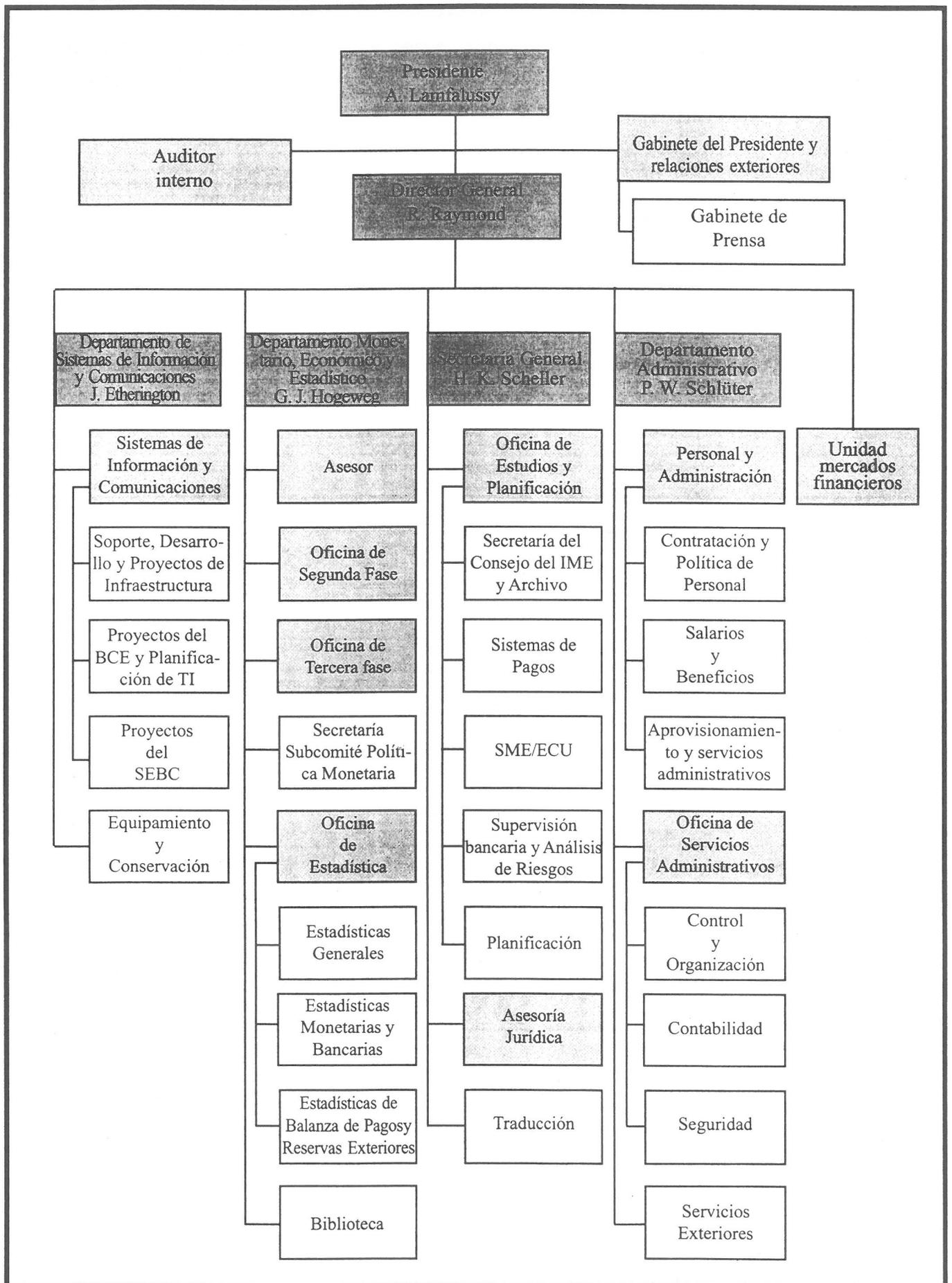
Los seis Grupos de Trabajo son: *Sistemas de Pagos, Billeto Europeo, Estadísticas, Contabilidad, Sistemas de Información, Expertos Legales y TARGET*. Todos ellos centran su actividad en los trabajos preparatorios de la tercera fase⁵⁴. En el gráfico 2.9. aparece el detalle de todos ellos, con sus actuales directores.

Por último, en el gráfico 2.10. se detallan los aspectos referentes al Director General del IME y a sus cuatro Departamentos.

⁵⁴ Banco de España, "La Unión Monetaria Europea. Cuestiones Fundamentales", Madrid, 1997, pág. 72 a 74.

GRÁFICO 2.10.

ORGANIGRAMA DEL IME: GABINETES Y DEPARTAMENTOS



CAPÍTULO 3: TERCERA FASE DE LA UM. CALENDARIO, SEBC Y BCE

1. EL LIBRO VERDE DE LA UM Y CALENDARIO DE MADRID

En el avance final a la Unión Monetaria (UM), y a partir de las prescripciones del TUE, edición Maastricht de 1993, la Comisión preparó un amplio documento, el *Libro Verde*¹ (se llama *verde* porque tiene carácter previo al definitivo *libro blanco*) que presentó al Ecofin el 19 de junio de 1995; y pocos días más tarde, al Consejo Europeo de Cannes. En ese texto, quedaron identificados de manera bastante precisa los impulsos finales de la unificación monetaria tan largamente perseguida.

Pocos meses antes, en abril de 1995, el IME hizo público un avance sobre el mismo tema², con el compromiso de presentar sus propuestas definitivas en noviembre. Y con base en el *Libro Verde* y el estudio del IME, el Consejo Europeo de diciembre del 95 adoptó las prescripciones definitivas para las tres etapas de la tercera fase de la UM (*Calendario de Madrid*), A, B y C, que irán desde el 1 de enero de 1998 al 30 de junio del 2002 según iremos viendo³.

¹ Ramón Tamames, *ob. cit.*, pág. 344. El *Libro Verde*, para algunos, y parece que con toda razón, se concibió no como una suerte de Biblia, sino como un documento catalizador a fin de hacer posible la UM a partir de 1999. Así lo subrayó Lionel Barber en su artículo "Brussels Launches Single Currency Campaign", *Financial Times*, 31.V.1995, pág. 3. Y del mismo autor, y también en *FT* (27.VI.1995, pág. 1), "EU leaders plan 1999 launch date of single currency". A la campaña por la moneda común, contribuyó en alto grado el Consejo Europeo de Cannes de junio de 1995.

² Institut Monétaire Européen, *L'Unión Monétaire*, Francfort, abril 1996.

³ Ramón Tamames, *La Unión Europea*, pág. 345. No deben confundirse estas tres etapas con las tres fases globales de la UM. La primera fase (1990/93), recordémoslo, incluía la liberalización de los movimientos de capitales, y el inicio de la política de convergencia con la observancia de los criterios de Maastricht; la segunda, la creación del IME y la preparación de la tercera. La *tercera fase* (previsiblemente desde abril o mayo de 1998 hasta julio del 2002) es la que comprende las tres etapas A, B y C, que aquí examinamos.

1.1. Etapa A. Lista de socios fundadores

Será de una duración de un año como máximo, a partir de *lo antes posible* en 1998 (Calendario de Madrid *dixit*), es decir, en abril o mayo de ese año, hasta el 1.I.1999. A lo largo de ella:

- Se hace pública la lista de los *Estados definitivamente participes en la UM* después del examen de 1998.
- Hecha la lista, se constituye el *Sistema Europeo de Bancos Centrales* (SEBC) y el *Banco Central Europeo* (BCE). En ese momento, desaparece el IME, al asumir el BCE, todas sus funciones. Los bancos centrales de los Estados miembros continúan funcionando.
- Se fabrican los billetes y las monedas en *Euros* (nombre finalmente adoptado en Madrid 1995 para sustituir el de ECU).
- Se establecen todos los detalles del marco legal de la UM.
- En cada país se fija una estructura nacional de seguimiento de la aproximación a la UM, a funcionar dentro en su respectivo banco central.
- La comunidad bancaria y financiera se ocupa de los términos concretos de la transición, para que todo funcione de manera fluida.

1.2. Etapa B. Conversión irrevocable

Durará tres años como máximo, desde el final de la etapa A (del 1 de enero de 1999 al 1 de enero del 2002). En ese lapso:

- Se fijan los *tipos de conversión irrevocable*, de las monedas de los socios de la UM en términos de Euros⁴. Este tipo de cambio, será también el del futuro canje físico de las monedas nacionales por Euros, quedando bloqueado con garantía al 100 por 100 del BCE; de modo que virtualmente se pasa ya a la auténtica moneda única y común. La referida decisión ha de adoptarse a más tardar el 31 de diciembre de 1998; aunque según veremos, podría *preverse* ya desde

⁴ En el capítulo 2, sección 11, ya nos referimos al Presidente del IME, Sr. Lamfalussy, que fue quien hizo la propuesta que veremos después sobre cómo fijar el tipo de conversión irrevocable.

abril/mayo 1998 -al establecerse la lista de los socios de la UM- para evitar mayores especulaciones. A partir de la conversión irrevocable, todas las monedas nacionales se transformarán -siendo su expresión física todavía su denominación facial previa- en Euros. La moneda única *existirá desde ese momento*.

- El BCE se ocupa de toda la política monetaria y cambiaria relativa al Euro.
- En los mercados monetarios y de capitales, y en el interbancario, las operaciones pasan a cifrarse en Euros (sin abandonar aún la notación simultánea en *moneda nacional*).
- Se desarrolla el operativo de preparación del cambio de los sistemas informáticos al Euro.
- Se adaptan los antiguos -y se preparan los nuevos- cajeros automáticos, así como las diversas máquinas (de estacionamientos, autopistas, venta al público, etc.), a fin de que ya estén en pleno funcionamiento en la etapa C, al canjearse de manera efectiva el dinero nacional por el Euro.

¿Cuándo se fijará el tipo de conversión irrevocable de la peseta respecto al Euro y a cuánto ascenderá? Los ministros del Ecofin, en abril de 1997 se inclinaron por tomar la decisión durante el primer fin de semana de mayo de 1998, que marcaría así un importante jalón en la historia de la marcha final a la UM.

Efectivamente, todo apunta a que el viernes 1 de mayo (festivo), los ministros de Finanzas prepararán el terreno dejando virtualmente todos los detalles resueltos. De modo que el sábado día 2, los jefes de Estado y de Gobierno decidirán qué países estarían en condiciones de cumplir los criterios. Y el domingo 3, nombrarán a los directivos del Banco Central Europeo y marcarán los tipos de conversión. De esa forma, se frenaría la especulación de otra manera esperable a lo largo de los nueve meses que han de mediar entre la selección de Estados y la fecha oficial de inicio de la Unión Monetaria del 1 de enero de 1999.

En suma, el Euro entraría en vigor, en la práctica, en mayo de 1998, y ya no tendría sentido que los operadores fueran contra las viejas monedas nacionales en los meses siguientes, al conocerse su cota de conversión; con tipos que se fijarán previsiblemente sobre el cambio promedio de los dos años anteriores⁵.

⁵ Carlos Segovia, "Los ministros de Finanzas estudian fijar la paridad del Euro en mayo de 1998", *El Mundo*, 7.IV.1997.

1.3. Etapa C. Canje al Euro

Irá desde el final de la etapa B, con una duración prevista del 1 de enero al 30 de junio del 2002. Supondrá la *puerta final* para, al abrirla, entrar en la UM efectiva de manera indefinida:

- Se introducen los billetes y las piezas metálicas del Euro. El canje se realiza en toda la red de entidades de crédito bajo el control de los bancos centrales nacionales. En las transacciones dentro de la UM, la moneda única se utiliza ya de forma generalizada.
- Todos los operadores públicos y privados completan el canje al Euro. En la fecha predeterminada, se finaliza la operación de retiro de las viejas monedas nacionales; y en definitiva, la UM pasa a funcionar únicamente con el Euro de curso legal.

Como complemento del Calendario de Madrid, se incluye el cuadro 3.1., que lo esquematiza en su desarrollo entre 1996 y el 2002.

2. EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES (SEBC) Y EL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE)

En esta sección, nos ocupamos de la *anatomía* del SEBC y del BCE. La fisiología o funcionamiento, la veremos en la sección 8 del capítulo 4; lógicamente tras habernos adentrado en el funcionamiento efectivo de la UM.

2.1. Formación y órganos del BCE

El BCE, se constituirá formalmente tras fijarse la lista de los socios de la UM; esto es, al empezar la tercera fase de la UEM -previsiblemente en abril/mayo de 1998 según vimos-, a modo de órgano ejecutivo del SEBC. El sistema, según el protocolo de art. 119 del TUE, se compondrá del conjunto del BCE y de los Bancos Centrales de los Estados miembros.

CUADRO 3.1.

CALENDARIO DE INTRODUCCIÓN DEL EURO

Periodos	Principales actuaciones dentro de cada período	
<i>Inicios 1998</i>		
<p>Decisión de los Jefes de Estado o de Gobierno sobre los Estados miembros participantes en el área euro.</p> <p style="text-align: center;"><i>1 de enero de 1999</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Establecimiento y puesta en marcha del BCE y del SEBC. ✓ Adopción de legislación secundaria con respecto al establecimiento del SEBC. ✓ Decisión, y realización de pruebas finales, sobre el marco operativo, para que el SEBC realice sus operaciones exclusivamente en euros desde el primer día de la tercera fase. ✓ Comienzo de la producción de billetes y monedas euros y anuncio de la fecha de su puesta en circulación. ✓ Realización de una amplia campaña de información. 	<i>1^o período</i>
<p>Comienzo de la tercera fase de la UEM:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Fijación de los tipos de conversión irrevocables entre las monedas de los Estados miembros participantes y el euro. ✓ Entrada en vigor del Reglamento del Consejo sobre la introducción del euro (con arreglo al artículo 109 I (4) del Tratado). ✓ Introducción del euro en las operaciones que no requieran el uso efectivo. <p style="text-align: center;"><i>1 de enero del 2002</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Ejecución de la política monetaria única y de la política cambiaria del SEBC en euros, desde el primer día. ✓ Comienzo de la operativa del sistema TARGET. ✓ Oferta de mecanismos de conversión a las contrapartes que no fueran capaces de equipararse por sí mismas, para convertir cantidades de euros a unidades monetarias nacionales, y viceversa. ✓ Cambio de los billetes a la par (art. 52 de los Estatutos del BCE/SEBC). ✓ Supervisión de la evolución del proceso de cambio del sector privado y, si fuera apropiado, transmisión de directrices. ✓ Emisión en euros de la nueva deuda pública negociable. ✓ Preparación de las Administraciones Públicas para el cambio a la moneda única. 	<i>2^o período</i>
<p>Fecha límite para la emisión de billetes y monedas euros.</p> <p>Todas las referencias a unidades monetarias nacionales, en los instrumentos legales, se entenderán hechos en euros.</p> <p style="text-align: center;"><i>1 de julio del 2002 a más tardar</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Retirada de la circulación de los billetes y monedas nacionales. ✓ Pérdida del estatus de moneda de curso legal de los billetes y monedas nacionales. 	<i>3^o período</i>



El objetivo esencial del SEBC será mantener la *estabilidad de precios* en una "economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos". El SEBC, cuando efectivamente funcione, será el *órgano monetario federal*, al modo del *Sistema de la Reserva Federal (el Fed)* de EE.UU. Actuará como poder regulador, y contará con capacidad para coordinar la emisión de los billetes y la acuñación en Euros, de curso legal en los países integrados en la UM.

El BCE tendrá tres órganos de gobierno: Comité Ejecutivo, Consejo de Gobierno, y Consejo General (véase gráfico 3.1.). El *Comité Ejecutivo* lo integrarán un presidente y cuatro miembros más. Serán nombrados de común acuerdo por los Estados de la UE, sobre la base de una recomendación del Consejo, y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno del BCE. Se elegirán de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios y bancarios.

En cuanto al *Consejo de Gobierno*, lo formarán los vocales del Comité Ejecutivo más los gobernadores de los Bancos Centrales nacionales. Tomarán sus decisiones por mayoría simple, exigiéndose un *quorum* de dos tercios de sus componentes.

El *Consejo General*, estará integrado por el Presidente y el Vicepresidente del BCE, y los rectores de los institutos de emisión nacionales. A sus reuniones podrán asistir los otros cuatro miembros del Comité Ejecutivo, pero sin derecho de voto.

Para sus decisiones más importantes, el BCE decidirá por voto ponderado, con mayoría cualificada de *dos tercios del capital suscrito*; debiendo estar representados, al propio tiempo, al menos la mitad de los accionistas.

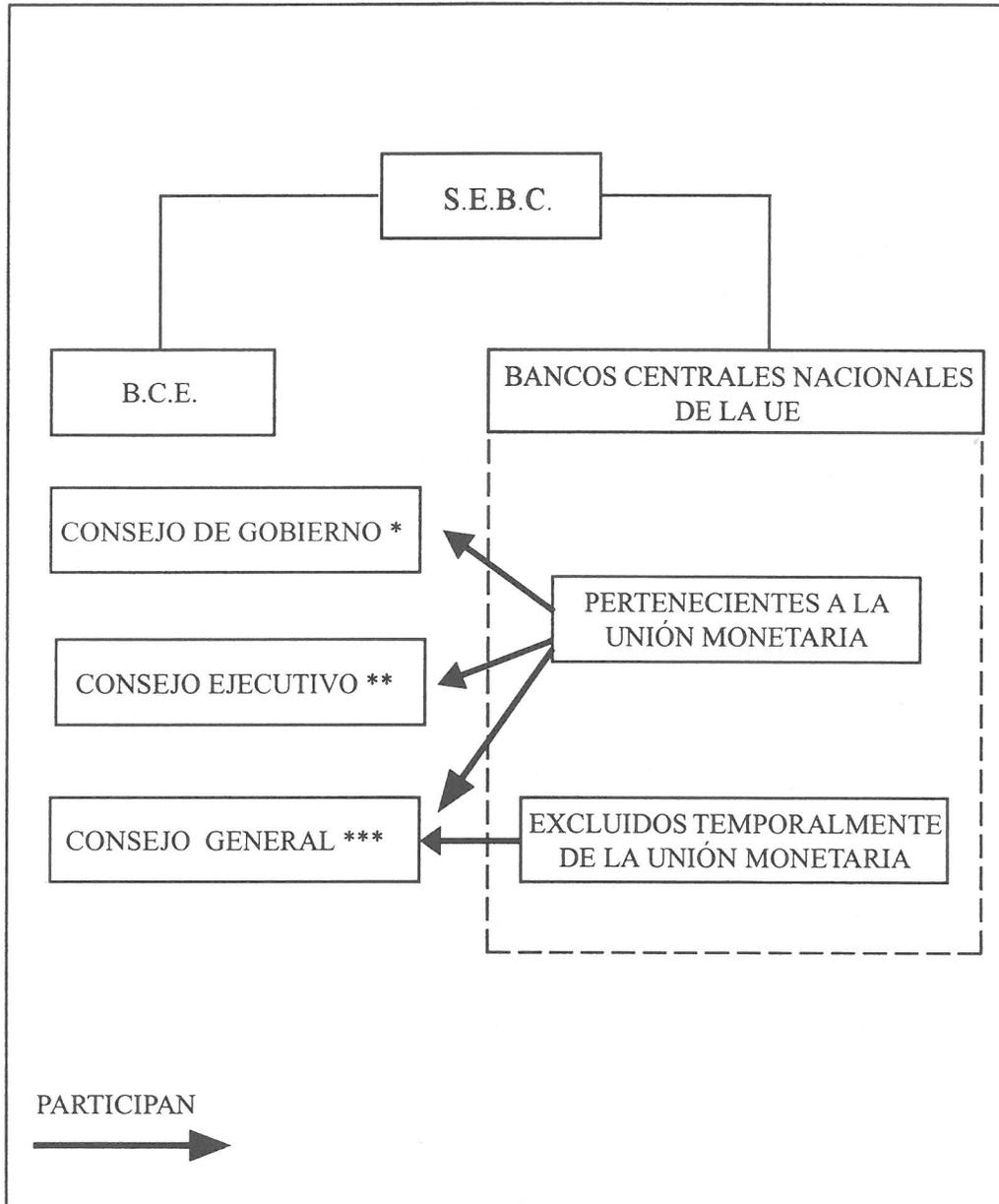
2.2. Capital y funciones

A los efectos mencionados del voto ponderado, el *capital suscrito* inicial del BCE se fijó en 5.000 millones de ECUS. Los accionistas son los Bancos Centrales nacionales, conforme al siguiente algoritmo (art. 29 de los Estatutos):

- 50 por 100 de la participación de cada Estado miembro en la población de la Unión el penúltimo año anterior a la constitución del SEBC;

GRÁFICO 3.1.

EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES,
EL BANCO CENTRAL EUROPEO Y SUS ÓRGANOS DE GOBIERNO



(*) Miembros del Comité Ejecutivo y Gobernadores de los Bancos Centrales Nacionales de los países de la UME.

(**) Presidente, Vicepresidente y otros miembros, entre dos y cuatro.

(***) Presidente, Vicepresidente y Gobernadores de todos los Bancos Centrales de la UE.

Fuente: "La Unión Monetaria Europea. Cuestiones fundamentales", Banco de España, 1997, pág. 65

- 50 por 100 de la participación de cada Estado miembro en el producto interior bruto global de la UE a precios de mercado, según el registro del lustro precedente al penúltimo año anterior a la constitución del SEBC.

Con ese método de cálculo, la cuota de capital de España sería del 9,34 por 100, tal como cabe comprobar:

A. 50% por población: $11,76 \% : 2 = 5,34\%$

B. 50% por PIB: $8\% : 2 = 4\%$

C. Participación final: $(A+B): 5,34+4=9,34\%$

Con sus propias ponderaciones, Alemania, el gigante de la UE, tendría el 24,25 por 100 del capital:

$A=23,5:2=11,75\%$

$B=25,0:2=12,5\%$

$C=A+B=24,25\%$

Evidentemente, los germanos pasarán a tener la posición del mayor accionista del BCE. Pero aun con casi un 25 por 100 de poder de voto, su importancia no será la de hoy, cuando virtualmente en Francfort (sede del Bundesbank, coloquialmente el *BuBa*), se decide sobre los tipos de interés prevalecientes en toda la UE sin consultar ni debatir con los otros socios.

Los objetivos y funciones del SEBC y del BCE se detallan, conforme al correspondiente protocolo del TUE, en el recuadro 3.1.

3. ESTRATEGIA DEL BCE EN POLÍTICA MONETARIA

Es previsible que el BCE mantenga en todo caso un funcionamiento relativamente descentralizado en bastantes aspectos, en comparación con los modelos de banco central conocidos; tal como corresponde a una institución supranacional.

RECUADRO 3.1.: OBJETIVOS Y FUNCIONES DEL SEBC Y EL BCE (artículos del protocolo del TUE)

Artículo 2

Objetivos

De conformidad con el apartado 1 del artículo 105 del Tratado, el objetivo primordial del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de dicho objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales en la Comunidad con miras a contribuir a la consecución de los objetivos de la Comunidad, tal como se establecen en el artículo 2 del Tratado. El SEBC actuará según el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos y conforme a los principios que establece el artículo 3 A del Tratado.

Artículo 3

Funciones

3.1. De conformidad con el apartado 2 del artículo 105 del Tratado, las funciones básicas que deberá desarrollar el SEBC serán las siguientes:

- definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad;
- realizar operaciones de cambio de divisas que sean coherentes con las disposiciones del artículo 109 del Tratado;
- poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;
- promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.

3.2. De conformidad con el apartado 3 del artículo 105 del Tratado, el tercer guión del artículo 3.1 se entenderá sin perjuicio de la tenencia y gestión de los fondos de maniobra oficiales en divisas por parte de los Gobiernos de los Estados miembros.

3.3. De conformidad con el apartado 5 del artículo 105 del Tratado, el SEBC contribuirá a una buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero.

Artículo 4

Funciones consultivas

De conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado:

a) el BCE será consultado:

- sobre cualquier propuesta de acto comunitario comprendido en el ámbito de sus competencias;
- por las autoridades nacionales, acerca de cualquier proyecto de disposición legal que entre en su ámbito de competencias, pero dentro de los límites y con las condiciones que disponga el Consejo con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 42;

b) el BCE podrá presentar dictámenes a las instituciones u organismos comunitarios pertinentes o a las autoridades nacionales, acerca de materias que pertenezcan al ámbito de sus competencias.

Artículo 5

Recopilación de información estadística

5.1. A fin de cumplir las funciones del SEBC, el BCE, asistido por los bancos centrales nacionales, recopilará la información estadística necesaria, obteniéndola de las autoridades nacionales competentes o directamente de los agentes económicos. Con tal finalidad, cooperará con las instituciones u organismos comunitarios, así como con las autoridades competentes de los Estados miembros o de terceros países y con organizaciones internacionales.

5.2. Los bancos centrales nacionales ejecutarán, en la medida de lo posible, las funciones descritas en el artículo 5.1.

5.3. El BCE contribuirá, cuando sea necesario, a la armonización de las normas y prácticas que regulen la recopilación, elaboración y distribución de estadísticas en los sectores comprendidos dentro de los ámbitos de sus competencias.

5.4. El Consejo definirá, con arreglo al procedimiento del artículo 42, las personas físicas y jurídicas sujetas a exigencias de información, el régimen de confidencialidad y las disposiciones de ejecución y de sanción adecuadas.

Artículo 6

Cooperación internacional

6.1. En el ámbito de la cooperación internacional en relación con las funciones encomendadas al SEBC, el BCE decidirá cómo estará representado el SEBC.

6.2. El BCE y, siempre que éste lo apruebe, los bancos centrales nacionales podrán participar en instituciones monetarias internacionales.

6.3. Las disposiciones de los artículos 6.1 y 6.2 deberán entenderse sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 109 del Tratado.

En cuanto a las estrategias de política monetaria a seguir por el SEBC y el BCE, para la tercera etapa podrían basarse en alguna --o dos o más a la vez-- de las siguientes variables : a) *renta nominal* , b) *tipos de interés*, c) *tipo de cambio*, d) *agregados monetarios*, y e) *seguimiento directo* de la inflación.

De esas opciones, las tres primeras fueron descartadas desde un principio: la *evolución de la renta nominal*, porque se conoce con retraso y siempre está sujeta a importantes revisiones, aparte de que el anuncio de un objetivo así tiene escaso impacto en las expectativas de inflación. En lo concerniente a la estrategia de los *tipos de interés*, es muy complicada de instrumentar y, sobre todo, no se conoce bien las cotas de equilibrio compatibles con el objetivo final de estabilidad. Por último, la fijación del *tipo de cambio*, supondría, en última instancia, que la política monetaria europea dependería de la instrumentada por otro u otros bancos centrales de fuera del área, suponiéndose así que estos últimos estarían en condiciones de conducir la política de estabilidad en vez de hacerlo el SEBC.

En definitiva, sólo las estrategias basadas en el seguimiento de los agregados monetarios y en la inflación parecen factibles en la futura Unión Monetaria.

En principio, tres son los argumentos principales en favor de una estrategia basada en *agregados monetarios*: centra la responsabilidad del SEBC sobre variables que están bajo su control ; puede ser interpretada por el público sobre la base de información directamente observable, lo cual aumenta la transparencia ; y asegura la continuidad con la línea aplicada por Alemania, país ancla del mecanismo cambiario del SME, cuyo banco central goza de una *elevada reputación antiinflacionista*.

Por lo que se refiere a la estrategia de *seguimiento directo de la inflación* vía IPC, en favor de la misma se aduce la incertidumbre sobre las propiedades empíricas de la demanda de dinero en la Zona Euro medida por los agregados. Lo cual podría llevar al perjuicio de la credibilidad del SEBC si se establecieran objetivos conforme a tales agregados y luego la demanda de dinero resultara ser inestable, con la resultante final de una inestabilidad inesperada. Por tanto, lo más verosímil es que las dos estrategias --agregados e IPC-- se apliquen simultáneamente.

4. SEGUNDA VELOCIDAD: EL SME BIS

Naturalmente, hay que situarse en la posibilidad, muy verosímil, de que no todos los Estados de la UE vayan a formar parte de la UM desde los inicios, por no *pasar el examen* en 1998, esto es, al no cumplir los criterios.

Como era lógico de esperar, en el TUE hubo previsiones desde el principio para los países en situación *de segunda velocidad*. Y al respecto es importante señalar que uno de los tres órganos del BCE, el *Consejo General* se encargará de negociar con los rezagados; compuesto por el Presidente y el Vicepresidente del BCE y los Gobernadores de los Bancos Centrales nacionales, tiene entre sus funciones (según el artículo 47.3 de los Estatutos del BCE), contribuir a los preparativos necesarios "para fijar irrevocablemente los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros acogidos a una excepción; respecto de las monedas, o la moneda única, de los Estados miembros no acogidos a excepción". El citado artículo 47.3, se relaciona con el artículo 109.L 5 del TUE, que textualmente dice:

5. En caso de que se decida suprimir una excepción, el Consejo de Ministros de la UE, por unanimidad de los Estados miembros no acogidos a excepción y del Estado miembro de que se trate, a propuesta de la Comisión y previa consulta al BCE, adoptará el tipo al que el ecu sustituirá a la moneda del Estado miembro de que se trate, así como las restantes medidas necesarias para la introducción del ecu como moneda única...

En definitiva -y aparte de sustituir ya Ecu por Euro-, si la suscitada potencial sindicación de votos del *grupo de los rezagados* no llegara a formarse tras *el examen* con base en el artículo 109.J que podría serles de carácter negativo, ¿qué se haría de ellos? La respuesta es bien clara: *habrá un SME bis*. Ya en Madrid, el Consejo Europeo de diciembre de 1995 acordó encargar al IME un estudio sobre cómo renovar el SME para los países residuales; para lo cual ya inicialmente se decidió que los tipos de cambio centrales y las bandas de fluctuación tendrían como referencia el Euro.

La decisión de Madrid, empezó a materializarse en la reunión que el Ecofin tuvo en Verona en abril de 1996, cuando se adoptaron los principios básicos de lo que ya oficialmente se denomina SME-bis:

- Inclusión de las monedas de países de la UE no pertenecientes todavía a la UM, en un SME con referencia al Euro.
- Banda de fluctuación amplia, para evitar turbulencias monetarias; sin excluir la posibilidad de que los socios del SME-bis fijen su propio margen menos ancho.
- Intervenciones de mercados decididas desde el Banco Central Europeo, que tendría que dar su beneplácito a posibles revaluaciones y devaluaciones.
- Previsión de que para el año 2002 los quince países de la UE podrían estar en la UM (Acuerdo, este último que no llegó a formularse, ni con firmeza ni globalmente, sino como el *desideratum* de algunos).

Las previsiones del Ecofin de Verona se confirmaron y detallaron en la reunión que ese mismo órgano -junto con los gobernadores de los bancos centrales- mantuvo en Dublín los días 4 y 5 de octubre de 1996.

5. RELACIONES EXTERIORES DE LA UM

Lógicamente, el Euro no va a estar sólo en el mundo, sino que tendrá relaciones de toda clase con otras monedas de países terceros, entre ellos el dólar, el franco suizo, el yen, etc.

Además, el Euro se relacionará con los países de la propia UM que todavía no estén dentro de la UM, mediante lo que ya hemos denominado SME bis.

A todas esas cuestiones -que van ganando importancia con la creciente verosimilitud de la UM-, vamos a referirnos en el presente capítulo.

5.1. El Euro y el dólar

Se trata de un tema de indudable importancia, por el papel hegemónico que el *billete verde* representó hasta ahora.

En principio, no parece que las relaciones Ecu/Dólar en los tiempos que quedan hasta la formación de la lista de la UM en abril/mayo de 1998 vaya a causar mayores problemas; por mucha que sea la fuerza de la economía norteamericana, y su evolución reciente muy favorable. A ese respecto, es significativo el hecho del reconocimiento ya expreso del Presidente Clinton del Euro como la gran moneda europea del futuro.

También en la relación entre el Euro y el dólar, es interesante destacar la posición del FMI⁶, de que “Europa debe volcarse en el estricto respeto a los plazos y objetivos de convergencia fijados en Maastricht; para así acceder a la fase final de la Unión Económica y Monetaria el 1 de febrero de 1999... El cumplimiento de los criterios de Maastricht, desempeña un papel crucial en la disciplina de las políticas macroeconómicas europeas”. Al tiempo, se rechaza de plano una flexibilización de los objetivos de convergencia: “si se relajan, la credibilidad del futuro Banco Central Europeo quedaría en entredicho”.

Además, el FMI respalda “los valientes esfuerzos comprendidos por la UE en pro de la contención fiscal”, y recomienda la flexibilización de los mercados laborales comunitarios más rígidos. Adicionalmente, apoya con decisión el previsto *Pacto de Estabilidad* para reforzar la convergencia más allá de 1999 (que vimos con algún detalle en la sección 9 del capítulo 2).

En realidad, con la *minoría de bloqueo* estadounidense que existe para las decisiones del FMI, por mucho que la agencia de las NN.UU. sea teóricamente neutral, las citadas aseveraciones del Fondo son como si provinieran de la propia Reserva Federal de EE.UU.

Por lo demás, el Director General del Fondo, Michel Camdessus, en reiteradas ocasiones ha expresado su admiración por lo mucho que representa la UM de cara a una estabilidad mundial, y a lo que podría representar en el futuro, a efectos de reforzamiento del sistema monetario internacional.

⁶ *Negocios*, 15.IX.96

A. Efectos de la UM en el dólar

Dejando ahora el FMI, y entrando en la visión más directa de las relaciones Euro/Dólar, es indudable que con el paso del tiempo, va gestándose una cierta preocupación en EE.UU., ya expresada en numerosos artículos y estudios.

Según *The Economist* hay dos actitudes opuestas en cuanto a los efectos de la UM sobre el *billete verde*⁷. Los economistas más euroescépticos están seguros de que los inversionistas seguirán apostando por el dólar, en la idea de que el Euro no pasaría de ser una moneda débil por comparación con el marco alemán. Después de todo -vienen a decir-, el Banco Central Europeo no tendrá la experiencia del Bundesbank respecto al control de la inflación. Como también arguyen que en la UM hay países que han *manipulado* sus cuentas públicas (*contabilidad creativa*) para conseguir los objetivos de Maastricht en términos de déficit y deuda, y que luego ya se verá...

Del otro lado, aparecen quienes apuntan que el Euro será un gran rival para el dólar, desde el punto y hora en que los bancos centrales y los ahorradores de todo el mundo se desharán de gran parte de sus tenencias en hasta ahora omnipotente divisa norteamericana. En ese sentido, la cuota de dólares como moneda de reserva, ya ha disminuido considerablemente, pasando del 80 por 100 a principios de 1970 al 60 en la actualidad; porcentaje que aún podría caer, y mucho, desde el momento en que el peso del dólar como reserva mundial supera ampliamente el porcentaje de la Unión norteamericana en términos de su PIB sobre el mundial (contraído al 27 por 100).

En definitiva, los efectos de la UM en la demanda de la valuta de EE.UU. dependerán del comportamiento de los bancos centrales, tanto europeos como de otros países. A esos efectos, será bueno recordar que el total de los *stocks* internacionales de divisas de los institutos emisores de la UE, ascendían en octubre de 1996 a 370.000 millones de dólares, cantidad superior a las mantenidas por EE.UU. o Japón. En fin de cuentas, las reservas de la UE equivalen al doble de las de esos dos países.

⁷ *The Economist*, "The Euro and the dollar: stut your stuff. What will European economic and monetary union mean for the green back?", 19.X.1996.

B. ¿Qué supondría para EE.UU. un dólar fuerte?

En apariencia, un dólar sobrevaluado, disminuiría los beneficios de las empresas norteamericanas a causa de la contracción de sus exportaciones. Pero ese efecto puede estar exagerándose bastante, pues como pone de relieve Dean Witter, importante gestora de inversiones, sólo un quinto de los ingresos de las 500 principales compañías norteamericanas están expuestas directamente a las fluctuaciones de las monedas europeas o del yen. E incluso el efecto *dólar fuerte* sobre ese 20 por 100 de transacciones, se magnifica; desde el punto y hora en que la mayoría de los exportadores cubren sus riesgos con operaciones en mercados de colaterales (*hedging*).

Además, el dólar, a pesar de su subida de finales del 96 y principios del 97, continúa siendo barato en términos históricos. Pues aunque su cotización haya aumentado con respecto al yen y a las monedas europeas continentales, sin embargo ha bajado respecto a dos de los principales socios comerciales de los estadounidenses: Reino Unido y Canadá⁸.

C. Funciones y futuro de las reservas internacionales

Las todavía hoy ingentes acumulaciones de dólares en los bancos centrales, se deben a dos razones: colchón previsor de pagos por importaciones o intereses de deuda, y defensa de las monedas nacionales vía operaciones de sostenimiento de cambios en los mercados.

Al perfeccionarse la UM, esas dos necesidades entre sus países socios, disminuirán considerablemente. No hará falta defender monedas nacionales que ya no existirán. Como tampoco será *obligado* pagar con dólares, como ahora se hace tantas veces, a los otros socios de la UM; tales transacciones comerciales se liquidarán en Euros.

Teniendo los Quince de la UE más del 60 por 100 de su comercio clasificado de comunitario, la cuota en divisas extra-UE se verá muy reducida; a lo imprescindible para atender a la parte de operaciones con fuera de la Unión. Aparte de ello, no ha de

⁸ *The Economist*, "After a decade of decline, the dollar has been climbing. Does this mark the beginning of a new era", 8.II.1997.

olvidarse el tema que comentaremos en el apartado 1.5. del capítulo 5 de este libro: el *hecho diferencial* de la UM, va a provocar un aumento importante de las transacciones intracomunitarias, por el doble impulso -en la terminología de Jacob Viner-, de creación y desviación de comercio.

Como consecuencia de lo analizado hasta aquí, los bancos centrales europeos pasarán a tener un *exceso de dólares*, que de forma inevitable habrán de poner a disposición del mercado; no de la noche a la mañana, pero sí en un plazo comparativamente breve.

Es cierto que ese efecto previsible se verá reducido por el hecho de que en la práctica, seguramente no van a participar en la UM desde el principio los Quince, en su totalidad. Por lo cual, la venta de dólares se hará a una cadencia menos insoportable. Los economistas de J.P. Morgan preven un escenario *realista* de sólo ocho países -en lo que seguramente se equivocan- como miembros fundadores (Benelux, Alemania, Francia, Austria, Irlanda, Luxemburgo y Finlandia) en enero de 1999. A pesar de lo cual, cuantifican un exceso inicial de reservas de unos 70.000 millones de dólares.

Por otra parte, ¿qué ocurrirá con los bancos centrales no comunitarios? Parece claro que para ellos el Euro se convertirá en una valuta internacional atractiva a efectos de pagos, fondos para invertir, y mercados financieros. Así las cosas, si el Banco Central Europeo prueba su credibilidad combatiendo la inflación, el dólar pasará a tener un contrincante de gran categoría en este aspecto. No en vano el PIB de la UE es superior al de EE.UU. (31 frente al 27 por comparación con el PIB mundial), y la Unión Monetaria hará que los mercados de capitales se pongan más a tono con las dimensiones que caracterizan a EE.UU.

Los bancos centrales de todo el mundo, tendrán, pues, argumentos bien poderosos a la hora de tener reservas en Euros. Por ejemplo, las de Japón hoy mayoritariamente en dólares, cabe esperar que en gran parte se cambien a Euros.

La divisa única de la UE también cobrará importancia en Europa Central y del Este, que con toda seguridad habrán de habituarse al Euro, a poco que persistan en su idea de entrar en la UE. Incluso en Rusia, hoy tan dolarizada, las cosas podrán evolucionar sensiblemente en análoga dirección.

D. El Euro, moneda clave

El Euro va a ser, en definitiva, una moneda clave para el comercio, y su importancia será muy superior a la suma del peso de las 15 monedas nacionales preexistentes en la UE. La razón es simple: las divisas de los grandes exportadores (como EE.UU., Japón y Alemania) tienden a ser utilizadas de forma mucho más que proporcional en las transacciones comerciales. Así -ya lo anticipábamos-, el 60 por 100 del intercambio mundial se realiza en dólares, cantidad muy superior a la cuota de mercado norteamericano en las transacciones de bienes, que se cifran en un 20 por 100 (con un ratio, pues, de tres veces).

Los expertos de J.P. Morgan, ya citados en el anterior apartado C, estiman que los ocho primeros países que podrían ser miembros de la UM, tendrían una cuota en las reservas globalizadas del mundo del orden del 17 por 100. Y si el ratio de uso del Euro fuera análogo a lo que ahora es para el DM (1,5 aproximadamente), entonces el 25 por 100 de la exportación mundial -aparte de la intracomunitaria- se facturaría en Euros en muy poco tiempo después de 1999. La demanda de la nueva moneda europea -también según J.P. Morgan- se incrementaría además (y por lo tanto la de dólares disminuirá), con el ingreso completo de los Quince en la UM, y con la subsiguiente y ya esperada ampliación de la UE. Podría llegarse entonces a una difusión externa del Euro de unos 500.000 millones, con lo cual, de hecho, la moneda única podría igualarse en importancia con el billete de EE.UU.

En resumen, la demanda del Euro aumentará por las siguientes razones: exceso de dólares que resultaría en los bancos centrales europeos, diversificación de las reservas de los países no comunitarios para tener menos dólares y más Euros, y mayor uso del Euro como medio de pago en las transacciones internacionales.

E. Preocupaciones en EE.UU.

Por lo demás, los síntomas de preocupación del dólar frente al Euro ya son harto visibles. En octubre de 1996, desde Washington D.C., el periodista Reginald Dale hablaba del frenesí que en EE.UU. ocasiona la moneda comunitaria, origen de controversias muy cálidas. Los norteamericanos parecen decir a los europeos: "¿Y no teníais nada mejor que hacer? En vez de inventar el Euro, más os valdría aprender a

competir en el mercado mundial “. Replican los europeos: “No hay alternativa. Si un día llegamos a ser competitivos, la clave estará en que Europa resultará más eficiente, y para ello necesitamos al Euro. Además, la discusión entre nosotros, está acabándose, y sois vosotros los que ahora os estáis despertando ante una realidad inevitable. Los papeles se han cambiado -agrega Dale-: los norteamericanos se mantienen con las objeciones, en tanto que los europeos, con la acción, van a dar un giro de 180 grados a muchas cosas. Discutir es perder el tiempo. Ya no hay ninguna posible marcha atrás”⁹.

Era de esperar. Y en esa misma línea, un economista nada sospechoso de antinorteamericanismo, Erik Izraelewicz, decía en octubre de 1996 que la inminente aparición del Euro “está sacudiendo, por fin, los discretos salones washingtonianos. Así se vio con motivo de la reunión de los Ministros de Hacienda del Grupo de los Siete (G-7), y de la Asamblea Anual del Banco Mundial y el FMI de 1996. Los norteamericanos, están descubriendo, por fin, el Euro. Se convencen de que nacerá pronto, tras años de incredulidad en los que era frecuente ver sonrisas escépticas. Ahora surge un interés positivo: ¿cómo podrán coexistir el Euro y el dólar?”¹⁰.

En esa línea de inquietud, en marzo del 97, se reunieron en Washington DC alrededor de 200 expertos internacionales, en la sede del FMI, para llegar a la conclusión de que el Euro tiene alta probabilidad de convertirse en el primer auténtico rival del dólar, poniendo fin de ese modo a la hegemonía del billete verde que data de hace más de 65 años. “Como mínimo, el Euro será la segunda divisa más importante del mundo, con un papel mucho más destacado que el actualmente desempeñado por el marco alemán”, dijo Fred Bergsten, director del *Instituto para la Economía Internacional*. Otros expertos incluso llegaron a prever que la moneda única europea “sobrepasará el papel del dólar en cuanto divisa internacional”.

A la hora de formular tales previsiones, los predictores tuvieron en cuenta que la UE representa hoy (1996) el 31 por 100 del PIB mundial y el 20 por 100 del comercio internacional -sin contar el comercio intracomunitario-, contra el 27 y el 18 por 100, respectivamente, para EE.UU. Por ello, es más que probable que los mercados

⁹ *Herald International Tribune*, “Europe Won’t Be Talked Out of the Euro”, 4.X.96.

¹⁰ *Le Monde*, “Quand le dollar découvre l’euro”, 3.X.96

financieros desplacen una buena parte de sus carteras hacia el Euro, análogamente a lo que los bancos centrales harán con sus reservas, a costa esencialmente del dólar¹¹.

5.2. El Euro y el franco suizo¹²

Una consideración suscitada informalmente tras la Cumbre de Madrid de diciembre de 1995, fue el posible funcionamiento de la *Ley de Gresham en relación al franco suizo*. El tema presenta dos aspectos, altamente originales e interrelacionados:

- Según la *Ley de Gresham*, la moneda mala expulsa la buena de la circulación, sirviendo la buena para ser atesorada. En caso de debilidad del Euro, podría suceder que los inversionistas pasaran a realizar grandes inversiones (o atesoramientos) en francos suizos. Tal hipótesis no está confirmándose.

- Al situarse el franco suizo en términos altamente competitivos con el Euro por algún tiempo, algunos suscitaron la presunción de que podría haber habido conversaciones de representantes de la UE con los de la Confederación Helvética, a fin de examinar el eventual interés de participar en la UM, para evitar grandes movimientos especulativos. La reacción de Berna, si es que llegó a haberla, debió ser de absoluto rechazo.

5.3. El futuro cambio del Euro

En la relación Euro/Dólar será interesante alguna referencia a la evolución de sus tipos de cambio. Y en ese sentido, y contrariamente a la visión del Euro como moneda *débil*, la UM podría llegar a disponer de una divisa común bien fuerte. Lo cual podría comportar dificultades para Europa: agravaría los problemas actuales de competitividad, y tendería a disminuir la producción y recrecer el desempleo. Por tanto, si el Banco Central Europeo persiguiese el objetivo, sobre todo para establecer su propia credibilidad, de una

¹¹ Economics Focus, "Why non-European Should care about EMU", *The Economist*, 29.III.97. Miguel Ormaetxea, "El euro conquista el mundo financiero", *Dinero*, 31.III.1997.

¹² Sobre la posición de Suiza en el tema de la UM, llena de toda clase de incertidumbres, puede verse el artículo de Josep M. Muntaner, "El euro desde Suiza", *Negocios*, 23.XII.1996. En ese trabajo se hacen algunas referencias interesantes sobre las opiniones de los principales responsables de la política monetaria de la Confederación Helvética, en general muy contrarios a la UM y al Euro.

política monetaria restrictiva, los gobiernos habrían de desarrollar acciones fiscales compensatorias de carácter laxo, a fin de evitar los inconvenientes de la recesión.

Pero un análisis así, tan esquemático, no deja de resultar elemental, pues desprecia las posibilidades del Euro como *refugio* en lo concerniente a inversiones, desde fuera, en grandes cantidades, sobre todo a la vista de política, ya en curso, como la preconizada por el Pacto de Estabilidad. Aparte, han de tenerse en cuenta las grandes capacidades humanas y de tecnología de la UE, que permiten pensar en ritmos de crecimientos muy superiores a los actuales.

Precisamente, en relación con el posible influjo del Pacto de Estabilidad, Otmar Issing, uno de los más relevantes comentaristas de lo que será la UM cuando el Euro haya nacido, recalcó de manera muy precisa que¹³:

- El Euro no podrá situarse a un tipo de cambio bajo (frente al dólar, el yen y el franco suizo) simplemente para ayudar a las industrias exportadoras de la UE. Es imposible caer en la contradicción de que al mismo tiempo el Euro sea débil para los exportadores y fuerte para los ahorradores.
- Con un Euro débil, la inflación en el nuevo área monetaria podría ir en aumento.
- La UM implica la necesidad de prestar mucha atención a la política de salarios. Una excesiva permisividad redundaría en mayor desempleo.
- El indicador más importante debería ser la oferta de dinero (M3); además, del tipo de cambio, de IPC, y de los CLU¹⁴.

¹³ Andrew Fisher y Peter Norman, "Issing warns on euro and competitiveness", *Financial Times*, 18.XII.96.

¹⁴ CLU = Costes laborales unitarios. De acuerdo con un análisis del *merchant Bank* Morgan Stanley, el coste por hora trabajada en la industria manufacturera (1997) es de 31,88 dólares en Alemania, 19,34 en Francia, 16,48 en Italia, 13,77 en el Reino Unido y 12,70 en España, en tanto que en Estados Unidos se sitúa en 17,20 dólares por hora, pero con una productividad casi doble que en España. Sin embargo, lo importante no son tanto los costes sino que su crecimiento no supere el de la productividad. Lo verdaderamente decisivo en la difícil situación económica de Europa, es la carga opresiva de los costes de prestaciones sociales, impuestas a las empresas en nombre del *progreso social*, y la fiscalidad como principal instrumento de la denominada *justicia social*. Hans F. Sennholz, "El malestar europeo", *Negocios*, 22/23.II.97.

CAPÍTULO 4: EL EURO EN ACCIÓN

1. INTRODUCCIÓN

El marco jurídico del Euro se ha preconfigurado ya en dos Reglamentos del Consejo de Ministros de la UE (véase Anexo 4). El primero, sobre “algunas disposiciones relativas” a la introducción del Euro, se fundamentará en el artículo 235 del TUE y regulará, principalmente, los aspectos relacionados con la continuidad de los contratos. Este Reglamento, cuya propuesta se acordó por el Consejo Europeo de Dublín, será aprobado en 1997 por el Ecofin.

El segundo Reglamento, “para la introducción” del Euro, se basará en el artículo 109 (1) 4 del TUE y constituirá la *lex monetae* de los Estados miembros participantes en la UME. Aunque la propuesta del texto correspondiente ya está ultimada, y fue consensuada también por el Consejo Europeo de Dublín de 1996, no podrá ser aprobado formalmente por el Ecofin hasta bien avanzado el año 1998, para finalmente entrar en vigor el mismo 1 de enero de 1999 al comenzar la etapa B de la tercera fase.

2. CONTINUIDAD DE LOS CONTRATOS

Como se ha indicado, el primero de los citados Reglamentos del Consejo trata de regular, tras el establecimiento de la UME, la continuidad de los contratos celebrados con anterioridad a la misma, fundamentalmente, los concertados en moneda nacional de un Estado miembro participante en la UME, que deberán convertirse en contratos en Euros. A este efecto, en el futuro Reglamento del Consejo se establece que:

la introducción del Euro no tendrá como consecuencia que se altere ninguna condición de un instrumento jurídico, ni que se anule o excuse el cumplimiento de lo establecido en él, ni otorgará a parte alguna el derecho a alterarlo o rescindido unilateralmente.

Dado que esta disposición del Reglamento puede interferir en la libertad contractual privada, se entiende que su aplicación se hará sin perjuicio de lo que las partes hayan podido acordar.

Aunque son de menor significado económico que los contratos en moneda nacional, el Reglamento regula igualmente la continuidad de los contratos denominados en Ecus celebrados con anterioridad a la UME:

toda referencia al Ecu, tal como se menciona en el artículo 109 (g) del Tratado y se define en el Reglamento CE nº 3320/94 del Consejo, que figure en un instrumento jurídico, quedará sustituida por una referencia al Euro al tipo de 1 Euro por 1 Ecu.

Por otro lado, será bueno recordar que en la normativa ordinaria, un cambio excepcional en las circunstancias en que se suscribió un contrato, pueden llevar automáticamente a la cancelación del mismo, o al menos, a la eliminación de las cláusulas a las que afecta la referida modificación. O puede sustituir las cláusulas afectadas, recurriéndose para ello al Derecho general de obligaciones según el conocido aforismo del Derecho romano *rebus sic stantibus*.

En ese contexto, está claro que la UM y el Euro no podrán utilizarse como excusas para revisar las condiciones de los millones de contratos vigentes. Por lo cual ha de mantenerse en ellos, el *pacta sunt servanda*, sin aplicación posible de ningún *rebus sic stantibus*. Simplemente, las cifras en monedas nacionales se traducirán a Euros a su tipo de conversión irrevocable.

Veremos, por último, dos casos especiales relativos al sector financiero. El primero de ellos, el referente a los contratos con *tipos de interés de referencia*, para los cuales la denominación en moneda nacional deberá cambiarse por Euro. Según la Federación de

Banca de España, esa sustitución no tiene por qué afectar al tipo de interés pactado; pero en algunos casos, la UM significará la desaparición, o la introducción de cambios sustanciales en determinados referentes, por lo cual las autoridades tendrán que establecer el equivalente a adoptar (un euroindicador del interbancario).

En el caso de los *mercados de derivados* (véase Anexo 1) se trata de un asunto más arduo, pues sus precios variarán según la evolución del activo subyacente de que se trate. Entonces, como la UM puede hacer desaparecer parte de esos activos (por ejemplo, el *bono nocional*, que en el caso hispano son las obligaciones del Estado a diez años, en pesetas), teniendo en cuenta la complejidad y la especificidad de muchos de esos contratos, no parece fácil que vaya a dictarse una legislación comunitaria que armonice la materia a escala de la UE. A la postre, la resolución de los problemas, debería dejarse a las disposiciones del documento en cuestión, y a la libertad de los contratantes, que en última instancia, quedarán zanjados por arbitraje, o según la jurisprudencia que pueda irse produciendo.

3. DEFINICIÓN DEL EURO Y PERÍODO DE TRANSICIÓN

Como se ha indicado, el segundo de los Reglamentos del Consejo (Anexo 4) constituirá la *lex monetae* de los Estados miembros participantes en la UME. En ese sentido, el futuro Reglamento en su artículo 2 dispone que “a partir del 1 de enero de 1999, la moneda de los Estados miembros participantes será el Euro y la unidad monetaria será un Euro”. Igualmente prescribe que “el Euro sustituirá a la moneda de cada Estado miembro participante, con arreglo al tipo de conversión”, que se fijará el 1 de enero de 1999.

Por lo demás, el futuro Reglamento del Consejo regula la utilización indistinta del Euro y las unidades monetarias nacionales durante el período de transición, es decir, desde el 1 de enero de 1999 al 1 de enero del 2002, precisando los principios de *equivalencia legal* y de *no obligación, no prohibición*, acordados por el Consejo Europeo de Madrid como parte de introducción del Euro, y a los que nos referimos seguidamente.



En el Consejo de Ministros de la UE en Dublín, los días 13 y 14 de diciembre de 1996, se desveló el logotipo del Euro, que aparece en este gráfico, y que se alinea con los clásicos del \$ y el Y. El color del símbolo será amarillo, sobre fondo azul. El logo no aparece en los billetes y monedas que se han aprobado ya.

3.1. Principio de equivalencia legal entre el Euro y las unidades monetarias nacionales

El principio de equivalencia legal queda reflejado en una disposición del Reglamento (art. 6.1.), según la cual durante el período transitorio el Euro “se dividirá en las unidades monetarias nacionales con arreglo a los tipos de conversión”. Lo cual significa lisa y llanamente que la moneda nacional se convierte en una *fraccionada del Euro*. Para mayor claridad, si el tipo de conversión irreversible fuera de 165 pesetas por Euro, entonces la peseta valdría 0,0060606 Euros, o dicho de otra forma, 0,61 céntimos de Euro (redondeando al alza para dos decimales).

Además, el nuevo Reglamento, en su fase de proyecto, dispone que seguirá siendo de aplicación el Derecho monetario de los Estados miembros participantes durante el período transitorio (art. 8.5.). Ello significa que las normativas nacionales, mientras no haya una regulación comunitaria, seguirán vigentes en todo.

Por último, en relación con la equivalencia legal, el nuevo Reglamento (art. 6.2.) determinará que “cuando en un instrumento jurídico se haga referencia a una unidad monetaria nacional, ésta tendrá la misma validez que si se tratara de una referencia a la unidad Euro con arreglo a su tipo de conversión”; lo que reconfirma el carácter, ya señalado de moneda fraccionada que los signos nacionales tendrán respecto al Euro.

3.2. Principio de no obligación, no prohibición del uso del Euro y de las unidades monetarias nacionales

El principio de *no obligación, no prohibición*, queda plasmado en otro precepto del nuevo Reglamento (art. 8):

los actos que hayan de realizarse conforme a instrumentos jurídicos que establezcan el uso de una unidad monetaria nacional, se llevarán a efecto en esa unidad monetaria nacional. Los actos que se hayan de realizarse conforme a instrumentos jurídicos que establezcan el uso de la unidad Euro, se llevarán a efecto en dicha unidad.

A efectos de equivalencia entre pagos y cobros en Euros o en unidades nacionales, el Reglamento proyectado establece que

todo importe denominado en la unidad cero o en la unidad monetaria nacional de un determinado Estado Miembro participante y pagadero en ese Estado Miembro mediante el abono a una cuenta del acreedor, podrá ser abonado por el deudor en la unidad Euro, o en aquella unidad monetaria nacional en la que está denominada la cuenta acreedora, efectuándose toda conversión a los tipos fijados.

Tiene interés mencionar que la regla *no obligación, no prohibición*, no se aplicará a las actuaciones de las autoridades monetarias destinadas a redenominar en Euros la deuda pública en circulación¹. En este caso, desde la redenominación, la única moneda utilizable será el Euro.

4. CONTRATACIÓN EXTRA-UE

Se trata de la interpretación de los contratos en los que, por ser una de las partes un no ciudadano de un Estado de la UE, o incluso no siéndolo las dos, deciden regirse por normas de un tercer país.

Respecto a las *cláusulas de moneda*, las legislaciones terceras que no acepten el cambio de la unidad monetaria en que se pacta sin el previo acuerdo de las dos partes, podrán impedir la aplicación de lo convenido. Por ello, habrá de hacerse un esfuerzo en la vía de la interpretación flexible, siguiendo el principio de la *continuidad de los contratos*; sin perjuicio de que los tribunales del Estado tercero puedan interpretarlos.

5. COEXISTENCIA DE MONEDAS NACIONALES Y EURO

De hecho, en el artículo 109.L del TUE, estaba implícita una cierta idea de cambio gradual tras la conversión irrevocable, al establecerse que "el Consejo adoptará las medidas necesarias para la pronta introducción del Euro como moneda única", lo que

¹ Banco de España, "La Unión Monetaria Europea. Cuestiones Fundamentales", Madrid, 1997, pág. 169 a 172.

suponía admitir la existencia de un período en el que podrían convivir las dos clases de unidades monetarias.

En definitiva, en el Consejo Europeo de Madrid de diciembre de 1996 se optó por un lapso transitorio de tres años (1999/2002), en lugar de un *Big Bang* de seis meses como había recomendado el IME considerando, pues, que éste sería el mínimo indispensable para que los distintos agentes pudieran *aclimatarse*. Entre las razones de detalle, se tomaron en cuenta:

- Que la tarea de retirada, detección de autenticidad y *destrucción de monedas y billetes* nacionales a realizar en un lapso inferior a seis meses, originaría graves disfuncionalidades, tanto en la banca comercial, como en los propios bancos centrales nacionales (BCNs).
- Los fabricantes de *máquinas automáticas* (unas 3.150.000 en la UE), y *cajeros* por los que se efectúan aproximadamente la mitad de los pagos con billetes de los bancos a clientes, recomendaron un plazo de más de seis meses, a fin de poder realizar los ajustes necesarios.
- La *industria financiera* demandó una más larga convivencia entre las distintas monedas nacionales originarias y el Euro, para hacer los ajustes pertinentes sin incurrir en graves errores y colapsos.
- La *opinión pública* necesitaba de un tiempo de adaptación psicológica al Euro.

Según estimaciones de la Federación Bancaria Europea (FBE), el plazo de tres años incrementará en un 50 por 100 los costes de las entidades financieras en comparación con la hipotética *transición rápida*. No obstante, las razones ya expresadas, frente a las meramente mercantiles, acabaron por prevalecer, en pro de una UM asumible de buen grado, progresivamente.

El sistema de *transición lenta y gradual*, significa, por tanto, un intervalo de tres años (1999-2002) en el que coexistirán las antiguas monedas y el nuevo Euro. Hasta que a partir del *día D* (30 de junio del 2002), el Euro quede en solitario con su pleno carácter de papel moneda. En consecuencia, los bancos centrales comenzarán a retirar las

monedas nacionales el 1 de enero del 2002, y transcurrido el tiempo de canje (1 de enero al 30 de junio del 2002) éstas dejarán de tener fuerza liberadora en los pagos.

Para asegurar la circulación paralela de las dos clases de expresiones monetarias durante la etapa C, habrá que duplicar los programas contables, con el Euro ya funcionando, pero al tiempo con las monedas nacionales como únicas monedas físicamente de curso legal. Cabe prever, desde luego, que finalizada esa etapa C en julio del 2002, los clientes de las entidades bancarias sigan demandando, durante cierto tiempo la doble indicación en el suministro de datos; pero el Euro ya será el único dinero, y tal información se hará por mera condescendencia a la clientela menos avezada.

Con el *sistema lento* explicado, la transición resultará más ordenada en el sistema informático y en todo el negocio financiero. Así, los conflictos individuales entre acreedores y deudores sobre la moneda a entregar o recibir, se minimizarían; pues particulares y sociedades podrán elegir la moneda concreta para sus transacciones ordinarias; excepto para las transfronterizas, en las cuales la única practicable desde 1999 será el Euro.

Al permitirse a los clientes de las instituciones bancarias mantener saldos diferenciados en las dos denominaciones (en monedas nacionales y Euros), las operaciones entre ambas podrán realizarse según las necesidades y deseos de la clientela. Sistema que disparará los gastos de las entidades de crédito, al obligárseles a duplicar el número de asientos contables; y a reforzar los mecanismos de compensación y liquidación.

Un método para aliviar esos costes, consiste en permitir que una operación realizada en cualquiera de las dos monedas sea procesada por los intermediarios financieros mediante los *Sistemas Interbancarios de Transferencia de Fondos* (SIFT), con ajustes que permitirán incorporar el tipo de conversión irrevocable al sistema informático.

Por lo demás, la conversión irrevocable irá acompañada del redondeo del cambio entre una y otra moneda, con un número concreto de cinco dígitos decimales, que se aplicará a cualquier clase de operaciones. Tal decisión se adoptará para entrar en vigor el 1 de enero de 1999.

Lógicamente, desde el 1 de enero de 1999, con la infraestructura del sistema de pagos deberá garantizarse el correcto funcionamiento del Euro en el mercado único. Para ello, el IME y el SEBC, habrán de supervisar el proceso de transición, e inculcar suficiente confianza en los usuarios en cuanto al efectivo mantenimiento del poder de compra de la nueva moneda; incluso entre quienes residan fuera del área del Euro.

Así pues, durante el período de transición 1999/2002, para que no se produzcan distorsiones, será imprescindible que los BCNs y la banca privada atiendan sin dilación las demandas de no importa qué cantidades de moneda nacional para utilizarla como Euros. De otro modo, surgirían preferencias entre monedas nacionales, e incluso diferencias de cotización; en contra de lo que representa la conversión irrevocable. La íntima y rápida colaboración de los diversos agentes financieros de base será, pues, imprescindible.

6. EL BANCO DE ESPAÑA Y LA UM

Partiendo de que el proceso de la UME se ajustará a los calendarios establecidos, y que España, como cabe esperar, formara parte del grupo inicial de países del área del Euro, en esta sección se expresan las previsiones del Banco de España sobre cómo discurrirá, en la práctica, el proceso de adaptación del Euro.

El día 1 de enero de 1999, el Banco de España cambiará a Euros las cuentas de tesorería de las entidades de crédito que sirven para instrumentar la política monetaria y liquidar los sistemas de pagos de la nación. Dichas cuentas deberán ser plenamente operativas en la nueva moneda el 4 de enero, primer día laborable de dicho año.

En cuanto a la deuda pública, recordemos que el Banco de España gestiona su Central de Anotaciones, en la cual prácticamente están registradas todas las emisiones en pesetas del Tesoro, de las Comunidades Autónomas y de otras instituciones públicas. El Tesoro español y el Organismo Rector del Mercado habrán de decidir los criterios de transformación al Euro de la deuda anotada. Dentro de los acuerdos de la Cumbre de Madrid de 1995, previsores de que las nuevas emisiones de deuda de las Administraciones Públicas se hagan en Euros a partir del 1 de enero de 1999, caben distintas soluciones técnicas para convertir los valores en circulación

de una sola vez, y de ese modo evitar la cotización simultánea de valores en Euros y en pesetas. Esa duplicidad segmentaría los mercados, diluiría la liquidez, e incrementaría el número e importancia de los errores e incidentes en la contratación y liquidación de las operaciones.

Por otro lado --recordémoslo también--, las entidades de crédito disponen de cuentas corrientes de tesorería en las distintas sucursales del Banco de España, que se movilizan para liquidar transferencias importantes ordenadas por la clientela con valor y disponibilidad en el mismo día. La conversión de esas cuentas al Euro, implicará que las transferencias de alto valor ordenadas por cuenta de la clientela pasarán a ser formalizadas en la nueva moneda común en breve plazo.

Por último, destaquemos que en las cuentas de tesorería se liquida el *saldo neto multilateral* de las cámaras de compensación y otros sistemas con que se hace el *clearing* de las posiciones bilaterales de los distintos participantes en ellas. Lo previsible en este caso es que la Cámara de Compensación de Madrid y el Sistema Nacional de Compensación Electrónica remitirán al Banco de España la correspondiente liquidación en Euros, una vez convertido e integrado en la misma el saldo neto de los intercambios en pesetas.

7. BILLETES DE BANCO Y MONEDAS EN EUROS

La responsabilidad de la elaboración técnica, y de la propia impresión de los billetes en Euros, así como de la acuñación de las monedas, corresponde al IME, y su emisión la coordinará el SEBC. El *Libro Verde* recoge una serie de medidas que la Comisión habrá de tomar en conexión con el SEBC. Más concretamente, esas actuaciones se referirán a:

- Retirada de los billetes en monedas nacionales e introducción del Euro.
- Protección jurídica de los nuevos billetes en Euros contra la falsificación.
- Normas relativas a la emisión y utilización de símbolos (sellos, títulos que sirven como medio de pago pero distintos de los estrictamente monetarios).
- Canje de billetes dañados.
- Vigilancia contra una utilización abusiva del nombre del Euro.

Se estima que con la UM, el número de billetes y monedas necesarios por persona podrá situarse en torno a 300 unidades. Ello hará que la introducción del Euro exija la fabricación aproximada de 80.000 millones de monedas, y de 12.000 millones de billetes². Lo cual obliga a la colaboración entre las autoridades, el sistema financiero y el industrial, en un esfuerzo logístico virtualmente sin precedentes.

7.1. ¿Cómo serán los billetes y las monedas?

La cuestión de cómo serán los billetes y monedas de la UM, empezó a discutirse en el seno del IME desde 1994, preconfigurándose así los valores faciales de los billetes en 5, 10, 20, 50, 100, 200 y 500 Euros; y las monedas en piezas de 1, 2, 5, 10, 20 y 50 céntimos y de 1 y 2 Euros. Todo ello se sintetiza en el gráfico 4.1.³

Los diseñadores de billetes y monedas que se hicieron presentes en el concurso convocado por el IME, y trabajaron desde febrero a noviembre de 1996, para entrar luego en un proceso de selección, que se inició con una primera criba del propio Instituto, el 3.XII.96; y con un segundo filtro a cargo del Consejo Europeo en Dublín el 14 de diciembre⁴.

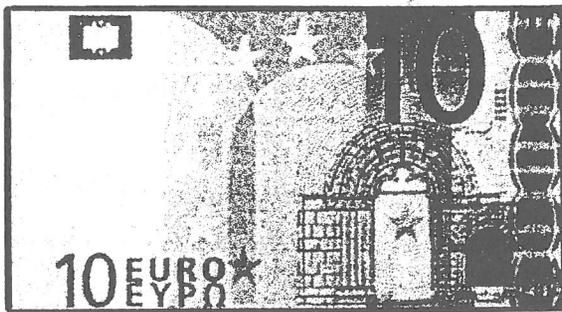
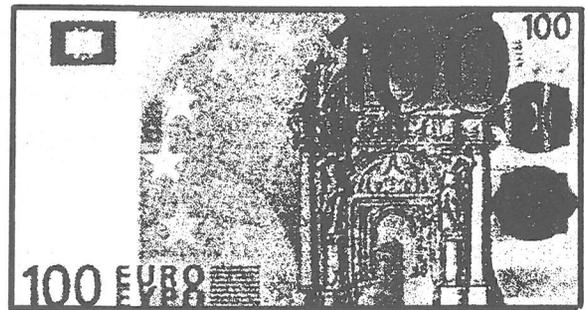
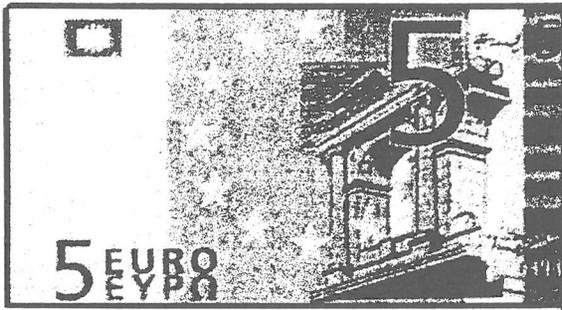
Los profesionales del diseño tuvieron que combinar la calidad, para evitar falsificaciones, con la necesidad de presentar una imagen de Europa verdaderamente atractiva para los ciudadanos. En total, al concurso concurren 44 diseños, 27 con ideas tradicionales y 17 de carácter moderno. Los tradicionales habían de incluir las sucesivas etapas de historia cultural europea: clásica, románico, gótico, renacimiento, barroco, rococó y actual. Cada juego de propuestas se identificó simplemente con un número, de modo que la elección última resultara absolutamente imparcial.

² "Discurso de inauguración de las jornadas sobre la moneda única", pronunciado por Claude Schaeffer, Director General de Société Générale, en las *Jornadas sobre el Euro*, organizadas por el Casino de Madrid, 11 y 12 de junio 1996.

³ *Financial Times*, "Themes ancient and modern in contest to design Europeans common banknotes", 3.IV.1996. Como en España actualmente sólo tenemos cuatro nominaciones faciales distintas (1.000, 2.000, 5.000 y 10.000 pesetas), ese incremento disparará los costes de manejo de fondos.

⁴ Andrew Fisher, "Euro prepares to take a bow", Robert Chote, *Financial Times*, 19.XI.96.

GRÁFICO 4.1.
Los billetes en Euros



En la reunión del Consejo Europeo de Dublín, de los días 13 y 14 de diciembre se desvelaron finalmente los siete billetes en Euros adoptados.

Una vez elegidos los diseños definitivos en Dublín, el 14 de diciembre del 96, el Consejo del IME ha venido siguiendo su labor, con especial énfasis en la seguridad. Para lo cual se ha decidido que haya un hilo en el papel, una marca de agua, tinta cambiante de color según el ángulo de visión, e impresión con un cierto relieve (*intaglio*).

Se han tomado otras precauciones. Así el tamaño de los billetes ha sido estudiado con los representantes de los ciegos, para que sean de tamaño ligeramente diferenciado. Y cada uno tendrá un color diferente: gris para 5 euros, rojo 10, azul 20, naranja 50, verde 100, amarillo y marrón los de 200 y púrpura los de 500.

El tamaño de los números indicativos del valor facial serán suficientemente grandes y con un cierto relieve, para que los perciban bien incluso quienes no tengan buena vista. Los demás textos serán: la designación Euro en caracteres románicos y griegos, y el emblema básico de la UE de las 12 estrellas doradas.

Tras el concurso, el grabado y la preparación de las planchas llevará un año, pues no existen muchos grabadores cualificados. La impresión empezará a mediados de 1998, después del *examen de entrada*, esto es, cuando se sepa definitivamente que países van a estar en la UM. La fabricación durará unos tres años, utilizando para ello toda la capacidad de la Unión Europea. Después del verano del 2001, los billetes se transportarán a los Bancos Centrales nacionales, conforme a un calendario muy estricto.

7.2. El cambio físico al Euro

La impresión y acuñación de billetes y monedas es competencia de los Estados miembros y del Consejo de Ministros, que contarán con la colaboración de los diferentes Bancos Centrales nacionales y las correspondientes Casas de la Moneda. Por tanto, los bancos privados no incurrirán en costes de producción, transporte, entrega del Euro y retirada y destrucción de los billetes y monedas nacionales cuando ya sean inutilizables; ni habrán de afrontar los inevitables seguros conexos. Todos esos gastos se sufragarán

íntegramente por las autoridades, en su calidad de protagonistas de la soberanía monetaria nacional y de partícipes de la nueva cosoberanía del Euro supranacional.

En España habrán de sustituirse 1.450 millones de billetes y 15.411 millones de monedas⁵, y para ello, está previsto que el 1 de enero de 1999 se iniciará la impresión de los 18.000 millones de billetes que circularán en la Unión Europea a partir del 2002. Luis Pedrosa, Director del Departamento de Documentos de Valor de la FNMT, afirmaba, en diciembre de 1996, que la fábrica ya había invertido más de dos mil millones de pesetas en nuevas máquinas de impresión, y que en 1997 se asignarían otros tres mil millones a nuevas adquisiciones.

En España se imprimen unos novecientos millones de billetes al año, producción que deberá aumentar a 1.100 millones a partir de 1999. Ese incremento no es mayor físicamente, por la sencilla razón de que el Euro tendrá un valor en torno a 160 pesetas, y el billete de 500 Euros (80.000 pesetas) equivaldrá a ocho de los actuales de 10.000 pesetas.

En cuanto a las monedas, la acuñación de Euros comenzará en 1999, y según el ya citado Francisco José Toledo, la FNMT ya cuenta con tecnología punta para su fabricación, por lo que no serán necesarias nuevas inversiones. "Hoy se emiten en España -manifestó- mil millones de monedas al año, pero no será un problema aumentar la producción, ya que tenemos un taller cerrado en espera de que llegue el momento"⁶.

En la distribución del efectivo, se incrementará temporalmente la demanda de servicios de transporte de seguridad, lo que a medio plazo podría hacer subir sus tarifas. Las organizaciones de defensa de la competencia nacionales y europeas, tendrán que controlar cualquier pretensión de abusos en tan excepcionales circunstancias.

⁵ "La revolución financiera", *Actualidad Económica*, 2.XII.96.

⁶ "Las instituciones pierden soberanía", *Actualidad Económica*, 2.XII.96. La pregunta obvia es por qué está *cerrado* el mencionado taller, y no trabajando para otros menesteres.

8. OPERACIONES DEL BCE Y DE LOS BCN⁷

Con la reconversión irrevocable, los BCNs, que todavía hoy deciden la política monetaria a escala nacional, perderán lo esencial de tales competencias, que serán asumidas por el SEBC, coordinado por el BCE. No obstante, los BCNs seguirán siendo los prestamistas en última instancia (*lenders of last resort*) a escala regional (los Estados nacionales) para los bancos y demás entidades del propio sistema crediticio, concediendo así liquidez al sistema⁸; si bien, dentro de las directrices de SEBC, y bajo la inspección del BCE.

El artículo 109.L (4) del Tratado estipula que al inicio de la *etapa C*, el capital del BCE se contabilizará en Euros⁹. Y el balance consolidado del SEBC se integrará por los activos y pasivos de los BCNs y del BCE.

El SEBC instrumentará todas sus operaciones de política monetaria en la moneda común, incidiendo en la evolución de los diversos agregados financieros y monetarios propios hoy de los BCNs, que estarán en línea con los ya actualmente homogeneizados de los BCNs (gráfico 4.2.). Esos indicadores y la información estadística proporcionada por el BCE se expresarán siempre en Euros.

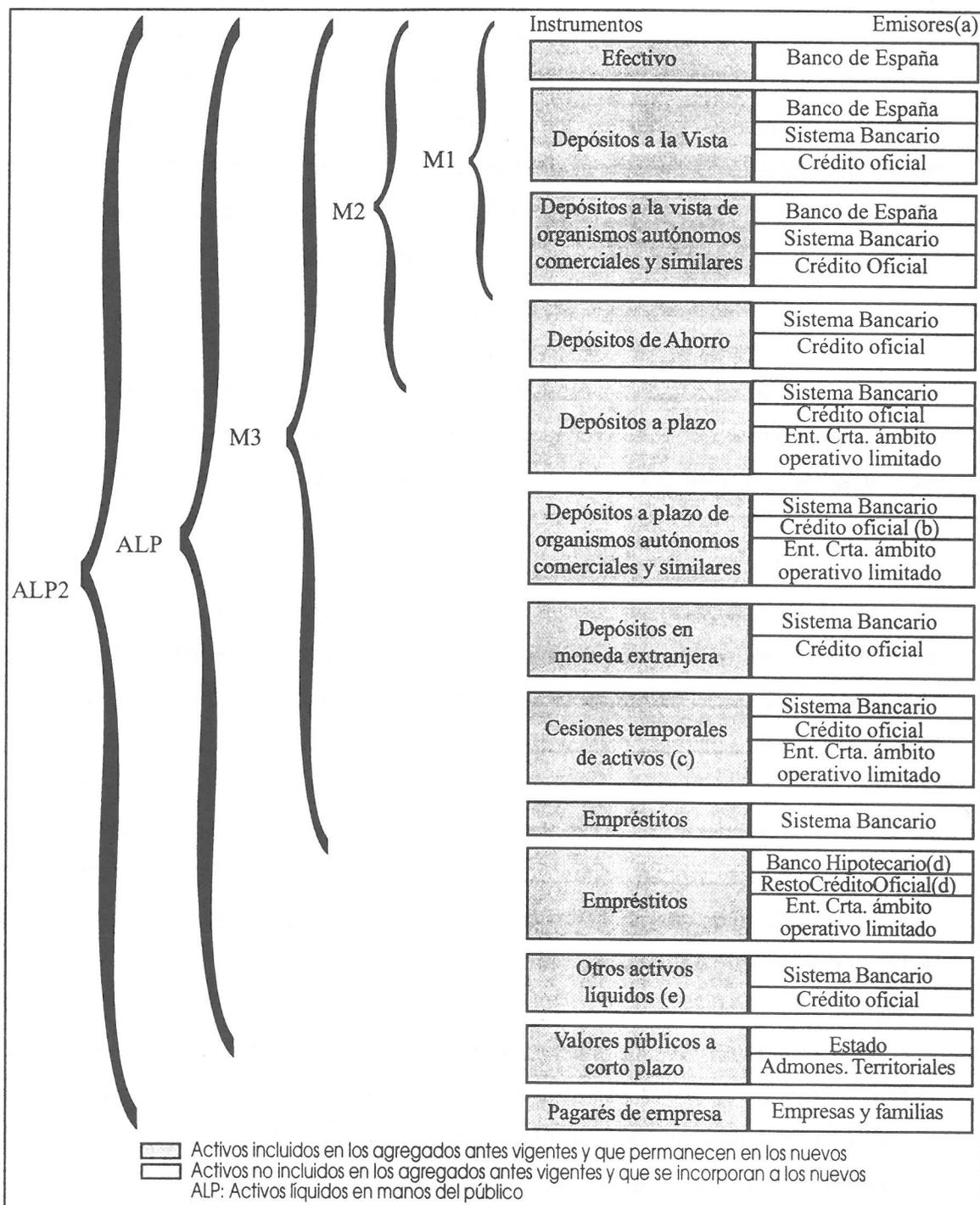
El BCE tendrá a su cargo inyectar o retirar liquidez en el SEBC, "comprando y vendiendo directamente (al contado o a plazo), o con arreglo a pactos de recompra, valores y otros instrumentos negociables" (art. 18 de los Estatutos del SEBC y del BCE). Simultáneamente el BCE, intervendrá los tipos de interés a corto plazo, al objeto de aumentar o reducir la creación de dinero, tratando en pie de igualdad a todas las instituciones financieras, al margen de cuáles sean sus dimensiones y su ubicación geográfica.

⁷ Para más información sobre las actuaciones del SEBC en la transición monetaria, Emilio Ontiveros y Francisco José Valero, "La UEM en entredicho", Ediciones Encuentro, Madrid, 1996.

⁸ Sobre la disminución de las actividades y del papel de los Bancos Centrales Nacionales tan pronto como entre en funciones el BCE, Barry Riley, "Central bankers on the edge", *Financial Times*, 12.I.97. Para las relaciones del BCE con los países que queden fuera de la UEM, "La UE pone fin a la independencia monetaria y presupuestaria de los Estados miembros", *El Mundo*, 14.IV.96.

⁹ Expert Group on the changeover to the single currency, "Progress report on the preparation of the changeover to the Single European Currency. Submitted to the European Commission", Bruselas, 1995.

GRÁFICO 4.2.
AGREGADOS MONETARIOS Y FINANCIEROS



(a) La consideración de estas entidades como emisores implica excluir de los nuevos agregados sus activos líquidos, que estaban incluidos en los vigentes.

(b) Incluye sólo los pagarés emitidos a plazo menor de 1 año.

(c) Incluye las participaciones de activos; en la anterior definición sólo incluía los pagarés emitidos por el sistema bancario a plazo menor a 1 año.

(d) Incluye pagarés emitidos a plazo mayor a 1 año.

(e) Letras endosadas y avales a pagarés de empresa, operaciones de seguro y transferencias de activos.

Fuente: Banco de España, Boletín Económico, noviembre 1991.

Según la Asociación Española de Banca (AEB)¹⁰, las operaciones de mercado abierto a escala nacional ya están fuertemente informatizadas, por lo que no existirán problemas para homogeneizar los procedimientos en el ámbito global de la UM. Aun así, ya se está explicitando las condiciones y principios generales por los que se regirá toda la operativa que lógicamente habrán de articular los BCNs, y que en lo fundamental funcionará mediante subastas de dinero; en las que el BCE podrá elegir discrecionalmente los precios (tipos de interés), o las cantidades (volumen de la oferta de fondos). Análogamente a lo que hoy sucede a escala de los respectivos BCNs (en el caso español con la subasta decenal de dinero con garantía de *cebes*).

Si son *subastas con base en los tipos de interés*, los bancos comerciales realizarán las correspondientes propuestas al SEBC, indicando la cantidad de dinero deseada al tipo marcado. Los BCNs enviarán las propuestas recibidas de las bases del sistema al BCE, y éste decidirá el volumen de recursos a inyectar al tipo de interés decidido.

Si la *subasta es de cantidades*, el SEBC anunciará estar dispuesto a proporcionar cierto volumen de fondos, y los distintos BCNs se encargarán de registrar las demandas para enviarlas al BCE; el cual optará por satisfacer total o parcialmente las peticiones recibidas al tipo que corresponda.

En esas subastas, las operaciones se realizarán con abono en las cuentas que los bancos privados mantengan en los BCNs, y siempre en moneda única. En definitiva, el Euro será la unidad de cuenta y la moneda real de transacción para el SEBC, el BCE, los BCNs y las entidades de base que con ellos se relacionen.

En el capítulo de supervisión prudencial, no cabe esperar grandes cambios institucionales, en la medida en que, siguiendo el ejemplo alemán del Bundesbank, la supervisión ha quedado fuera de las competencias del SEBC y del BCE. Debiendo subrayarse al respecto que el Euro implica la automática desaparición del riesgo de cambio entre los países que se incorporen al mismo, con la consiguiente minoración de los requerimientos de recursos propios en el coeficiente de solvencia¹¹.

¹⁰ Asociación Española de Banca Privada, "Las consecuencias de la Unión Económica y Monetaria para la banca y los mercados financieros", Documentos de trabajo de la AEB, Madrid, septiembre 1993.

¹¹ Eugenio Domingo Solans, "La Unión Monetaria Europea desde una perspectiva española. Conferencia pronunciada en la Universidad de las Islas Baleares", Palma de Mallorca, 7.X.96.

Además de operar en los mercados financieros nacionales, el SEBC tendrá capacidad para intervenir en el mercado de divisas, para lo cual utilizará los fondos de activos en moneda extranjera que le serán transferidos desde los BCNs para su manejo centralizado. Se calcula que inicialmente serán necesarios unos 50.000 millones de Euros.

En el contexto referido, se utilizará la intervención en el mercado de divisas conjuntamente con otras medidas -incluyendo las políticas monetarias y fiscales- para consolidar la convergencia económica y la estabilidad del tipo de cambio del Euro.

El Tratado requiere que el BCE recopile, con la ayuda de los BCNs, la información necesaria para la gestión de la política monetaria única. Dado que los objetivos del SEBC son similares a los que persiguen los BCNs actualmente en los distintos países de la UE, los requerimientos estadísticos de la zona Euro serán semejantes a las estadísticas nacionales disponibles en la hora presente.

Como es lógico, para la recopilación de variables agregadas, se requiere la armonización previa de definiciones y prácticas nacionales, así como una consolidación que tenga en cuenta los flujos transfronterizos. El IME ya ha hecho una primera publicación sobre tales requerimientos estadísticos (julio de 1996).

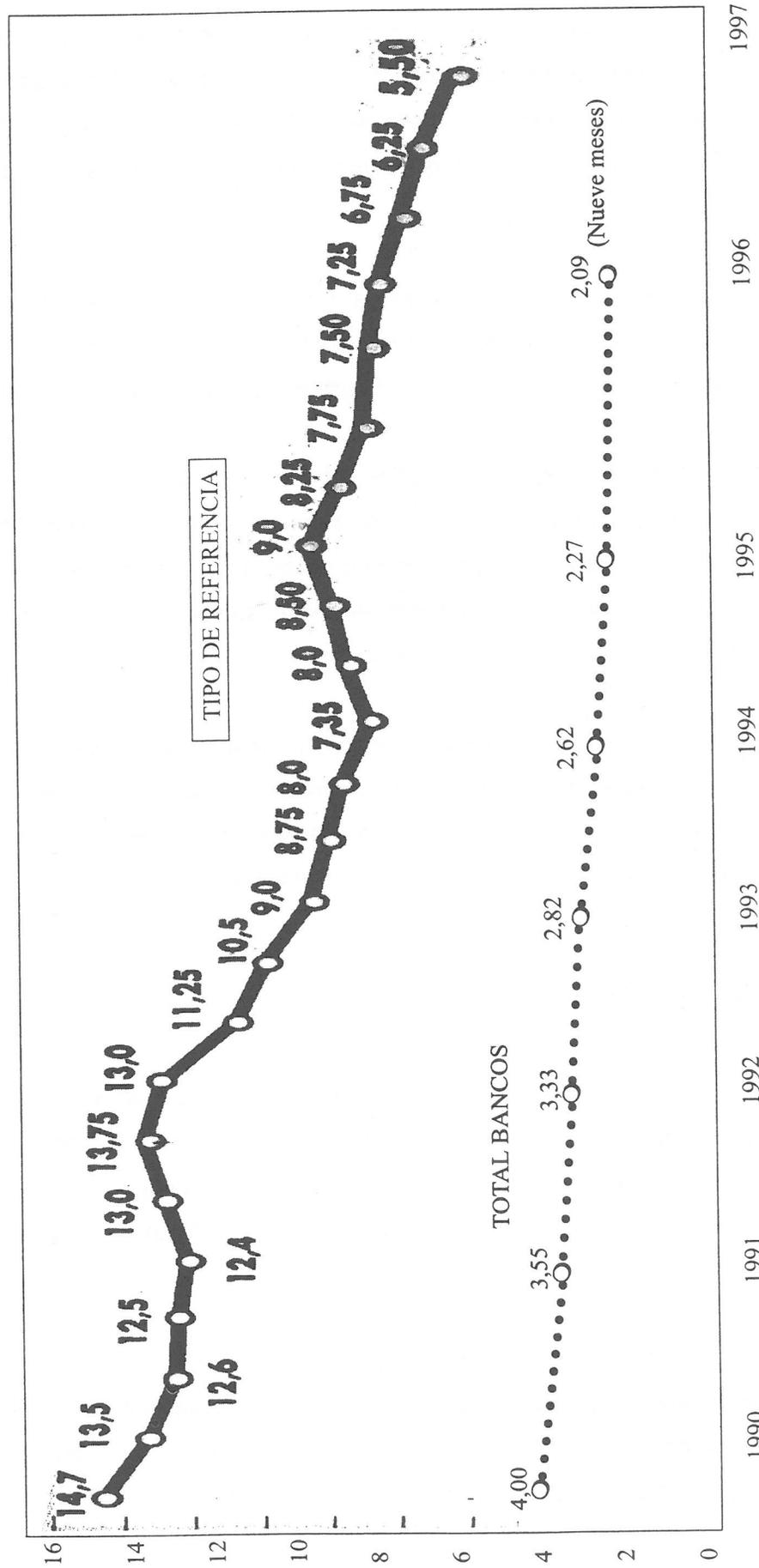
9. OPERACIONES BANCARIAS

Nos referiremos a continuación a las operaciones que se realizan por las instituciones bancarias (incluidas Cajas de Ahorro y demás entidades crediticias): interbancario, divisas y deuda pública. También nos ocuparemos, aunque sea brevemente, de un tema que preocupa bastante a la opinión pública, que es el dinero negro.

Sin embargo, antes de entrar en el referido examen, en el gráfico 4.3. puede apreciarse la evolución del tipo básico del dinero en las subastas del Banco de España, y la marcha descendente del margen de intermediación, que es origen de preocupaciones crecientes entre las entidades crediticias.

GRÁFICO 4.3. CAÍDA DEL PRECIO DEL DINERO Y DEL MARGEN DE LA BANCA

Tipo de referencia de la subasta en %, y margen de intermediación sobre ATM's de la banca en %



9.1. Mercado interbancario

La utilización del Euro en el *interbancario* será imprescindible desde la *etapa B* de la tercera fase de la UM, por razones operativas y a fin de reforzar la credibilidad del proceso. Y en la *etapa C*, ya será la única forma posible de concesión de liquidez entre bancos.

Antes del inicio de la tercera fase en 1998, el SEBC y el BCE habrán de definir los instrumentos de intervención en este importante mercado, al objeto de evitar *rentas de situación* que signifiquen ventajas comparativas; ya que desde el inicio de la etapa B, gracias a la fijación de los tipos de conversión irrevocables y el sistema de liquidación TARGET -que veremos en la sección 10 de este mismo capítulo-, los diferentes mercados interbancarios pasarán a ser uno solo.

En definitiva, el SBEC y el BCE habrán de propiciar igualdad de oportunidades en cuanto a la obtención de recursos a escala de la UM para financiarse las instituciones financieras. Lo cual implicará que desde 1999 la gestión de sus tesorerías habrá de hacerse en Euros. E inevitablemente, ello obligará al resto de los departamentos de tales entidades, a operar en la misma unidad; habrá pues un uso creciente del Euro, que dará la credibilidad al proceso.

9.2. Cambio de divisas

Hasta el comienzo de la etapa B de la tercera fase en 1999, la política cambiaria de los Estados de la UM se considerará de interés común por el IME, y se favorecerá la cooperación entre los BCNs para las operaciones cambiarias.

Pero a partir del inicio de la *etapa B*, las antiguas compras y ventas de monedas nacionales, desaparecerán para los Estados de la UM. Habrá un sólo mercado del Euro frente al dólar, yen, franco suizo, etc. Y en todo el *territorio UM*, las transacciones por cuenta propia o de clientes de tales divisas extra-UM, pasarán a liquidarse en Euros.

La disminución radical del mercado cambiario tendrá una repercusión importante en las operaciones bancarias más lucrativas. Y al mismo tiempo, supondrá una gran reducción de gastos para la inmensa mayoría de las empresas.

9.3. Deuda pública

Como ya vimos antes, el Consejo Europeo reunido en Madrid en diciembre de 1995, se ocupó del tema de la *emisión de deuda pública*, llegando a la conclusión de que los Estados miembros participantes habrán de denominar en Euros sus nuevas emisiones de negociables. Cualquier clase de deuda pública con vencimiento posterior al 1 de enero del 2002, habrá de ser emitida en Euros. Y la ya existente en moneda nacional y que tenga vencimiento posterior al 1 de julio del 2002, se amortizará exclusivamente en Euros, con los ajustes que al efecto sean establecidos a escala de todos los países dentro de la UM¹².

En el contexto de la UM, habrá, naturalmente, la opción de utilizar títulos de cualquier clase de deuda en *transacciones transfronterizas* en el interior del territorio Euro. Para ello, el SEBC seguirá el principio de la descentralización del mercado, según lo previsto en el artículo 12.1 del Estatuto del mismo.

También deberá facilitarse el uso de la deuda en la *política monetaria del SEBC* (en ocasiones de mercado abierto, etc.), mediante la creación de las infraestructuras necesarias y la posibilidad de que participen en ellas incluso países que no sean miembros de la UM.

En el caso de la deuda pública, también puede haber importantes disminuciones de ingresos para la banca si, como es de esperar, se produce una contracción de las emisiones a causa de la política presupuestaria de contención del gasto público. Lo cual puede tener una notable incidencia en los resultados bancarios si se recuerda que actualmente (1995/96), un tercio de los beneficios del sector en España tiene su origen en el negocio de la deuda¹³.

¹² Antonio Merino, Subdirector General del Tesoro, afirmó, en diciembre de 1996, que el Gobierno español es partidario de red denominar toda la deuda española en Euros: "cuanto antes, para así ir dando seguridad y tiempo para la mejor adaptación de los mercados". ("Las instituciones pierden soberanía", *Actualidad Económica*, 2.X.96).

¹³ Carlos Sánchez, "La tercera parte de los beneficios de la Banca procede de operaciones en los mercados de deuda", *El Mundo*, 14.XI.96.

9.4. Dinero negro

Mucha gente se pregunta qué pasará con el dinero negro, también denominado B. Los datos sobre economía sumergida y dinero negro son, como recuerda Rafael Navarro, siempre estimativos, pues oficialmente no existen. Sin embargo, parece seguro que su importancia alcanza máximas en determinadas CC.AA., en las que el porcentaje podría acercarse al 30 por 100, siendo textil, calzado y juguete los tres sectores más activos por su carácter intensivo en mano de obra.

En las zonas con más economía sumergida, empieza a ser habitual la visita al asesor fiscal para preguntar qué pasará cuando llegue el Euro. Carlos Hernández, director de Geisa -una de las principales asesorías de Villena-, afirma que "hay verdadera psicosis de fundir el *dinero B* como sea"; más por la desinformación que por otra cosa. Algunos incluso han decidido *gastárselo todo* antes de que irrumpa la moneda común, porque no ven la fórmula de aflorar, y no quieren *que se eche a perder*. Mucho dinero ya está buscando refugio en el dólar.

Nadie parece saber qué recomendar para solucionar el problema. Es como si hubiera un pacto de silencio, sin que por parte de la Administración exista ninguna voluntad de amnistía ni nada similar. Incluso se desconoce si en el momento del canje existirá una cantidad límite a partir del cual sea necesario identificarse. El Ministerio de Economía y Hacienda, como es obvio, ha declinado pronunciarse sobre la cuestión¹⁴.

El problema se planteará inevitablemente a partir de enero del 2002, al dar comienzo el canje de los viejos billetes nacionales por el Euro. En ese sentido, parece que la banca ya ha solicitado al Banco de España que no introduzca mecanismos de identificación de las personas que acudan a las ventanillas a cambiar sus billetes, argumentando que para ella no es deseable actuar de *policía fiscal* de la Hacienda Pública¹⁵.

En definitiva, en cuanto al canje del dinero negro por moneda única, nada indica que vaya a haber grandes complicaciones para quienes posean esta clase de recursos. Pues no parece que pueda exigirse a nadie el justificar la procedencia de sus tenencias,

¹⁴ Rafael Navarro, "La llegada del Euro hace aflorar el dinero negro. El dólar se ha convertido en el nuevo refugio", *Negocios*, 24.I.97.

¹⁵ Pedro Zamarró, "Euro y dinero negro. Los bancos no quieren saber nada", *Dinero*, 3.II.97.

desde el punto y hora en que los billetes de banco y las monedas son títulos valores al portador. Salvo que se trate de cifras extraordinarias que susciten verdaderas presunciones de *indicios racionales de criminalidad*. Otra cosa es la capacidad judicial y fiscal para perseguir a delincuentes y defraudadores, que es un cometido propio de las Administraciones Públicas.

Desde luego, la circulación del dinero negro entre los países de la UE será más fácil que ahora, y de ahí la preocupación oficial por las nuevas formas de *lavado*. Incluso cabe prever que habrá todo un gran impulso del crimen organizado a escala UE, por analogía con EE.UU., al facilitarse la circulación de fondos delictivos para los cuales todavía son obstáculo importante las barreras cambiarias. De lo cual se deriva la necesidad de reestructurar todo lo referente a la Justicia y a la policía, tal como se está planteando en la Conferencia Intergubernamental, y más concretamente en su *tercer pilar* (*Europol, etc.*).

Precisamente en la reunión del Consejo Europeo de Dublín, durante los días 13 y 14 de diciembre de 1996, uno de los temas estrella fue la política de seguridad interior, destinada a que los ciudadanos se percaten de que la UE se preocupa por combatir la delincuencia organizada, el terrorismo y el narcotráfico. En ese encuentro, el Canciller Kohl, al referirse a la futura *Europol* como policía federal de la UE, habló con entusiasmo del *FBI europeo*, dando a entender que con él podrá ganarse la batalla del crimen que en EE.UU., comentó, se ha perdido virtualmente.

No es extraño, pues, que en su reunión del 10 de diciembre de 1996, la Comisión Europea hiciera un llamamiento para preparar la lucha de la UE contra el crimen organizado, el tráfico de drogas y el terrorismo¹⁶.

Al respecto, será interesante destacar que según un especialista en la detección del blanqueo de dinero, el *producto criminal bruto* de la gran delincuencia mundial organizada podría ascender a un billón de dólares (equivalentes a 145 billones de pesetas), monto del cual la mitad estaría generándose en EE.UU. La mayor parte de esos flujos ilegales, se blanquean en los mercados internacionales de futuros y opciones, con bastante facilidad, dado el inmenso volumen de operaciones que diariamente se realiza en ellos.

¹⁶ Peter Norman y David Buchan, "Chirac and Kohl fail to make progress on Emu", *Financial Times*, 10.XII.1996.

Particularmente, David Bickford, consultor de *Inter Access Risk Management*, compañía aseguradora para bancos internacionales de posibles fraudes y blanqueo de dinero --y antiguo consejero de la Agencia de Inteligencia Británica y del *Foreign Office*-- cifra en 400.000 millones de dólares la venta de droga en EE.UU., que en gran parte se invierte después en la compra de títulos al portador y en propiedades inmobiliarias. Durante la conferencia que en febrero de 1997 se celebró en Praga sobre "Blanqueo de dinero en Europa Oriental", Bickford aseguró que los ingresos brutos criminales de la mafia norteamericana, de insertarse en el *ranking* mundial mundial de 180 países, la situarían en el número 20¹⁷.

La cuestión clave para frenar la difusión de una mayor criminalidad -que efectivamente podría extenderse aprovechando las facilidades del MIU y de la UM- no es otra que la formación de un *espacio legal europeo*; con una sola frontera exterior común y la definitiva abolición de los límites fronterizos internos. Lo cual implica la necesidad de acuerdos sobre un visado común, así como la supresión intracomunitaria del derecho de asilo, tal como en la reunión de Dublín propuso José María Aznar, Presidente del Gobierno español.

El principal problema en este área de cuestiones para llegar a una decisión final - como sucede en tantos otros aspectos-, radica en cuál será el grado de comunitarización necesaria¹⁸.

10. SISTEMA DE PAGOS DETALLISTAS. EL TARGET

La configuración que se adopte en el sistema de pagos es relevante, para evitar ventajas/desventajas comparativas, y conseguir la neutralidad geográfica en el funcionamiento y ejecución de la política monetaria del SEBC y del BCE. Al respecto, existe un abanico muy amplio de posibilidades, según se trate de grandes sumas de dinero relacionadas con mercados interbancarios y de divisas, que precisan de liquidación urgente; o según hayan de manejarse pequeños importes ligados a transacciones al por

¹⁷ Vincent Boland, "Earnings from organised crime reach \$1,000 bn. Half of *gross criminal product* generated in the US, money laundering specialist says", *Financial Times*, 14.II.1997.

¹⁸ Nell Buckley, "EU leaders agree action on security", *Financial Times*, 16.XII.96. También Peter Norman y David Buchan, "Chirac and Kohl fail to make progress on Emu", *Financial Times*, 10.XII.1996.

menor y menos apremiantes. Por ello, hay que distinguir entre *grandes pagos* y *detallistas*.

10.1. Estructura básica

El *sistema de grandes pagos* necesita de la cooperación entre las entidades financieras y los BCNs, y de estos con el SEBC/BCE, para soslayar los elevados riesgos. De modo que a escala UM, la reorganización del sistema hoy existente es un requisito *sine qua non*. Para lo cual se ha ideado el TARGET (*Trans-European Automatic Real-Time Gross Settlement Express Transfer System* o *Sistema Automático de Transferencias Urgentes Transeuropeas con Liquidación Bruta en Tiempo Real*).

El arreglo de los de *pequeños pagos* no plantea grandes premuras, pues los riesgos son menores, y la armonización de los mecanismos nacionales existentes no es indispensable para la puesta en marcha de la UM. La compensación puede quedar dentro del ámbito estrictamente privado de las instituciones crediticias, mediante relaciones de corresponsalía y de cooperación entre bancos; aunque el mantenimiento de los dispositivos nacionales suscita el peligro de acelerar la desintermediación financiera. Por ello, acabará llegando un sistema único a escala UM también para esta clase de pagos, desde luego, vinculado al TARGET.

El TARGET, lo integrará un *Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real* (SLBTR) que funcionará dentro de cada uno de los Estados miembros participantes para el traspaso de fondos. Las órdenes se canalizarán una a una, y su liquidación será inmediata siempre que existan fondos suficientes o estén autorizados los descubiertos oportunos.

Con el SLBTR, las entidades se comunicarán entre sí por medio de infraestructuras y procesos informáticos. Los pagos transfronterizos se gestionarán mediante la conexión de los SLBTRs con el TARGET bajo la supervisión del SEBC/BCE.

El IME y los distintos BCNs de la UE, se han encargado de definir las reglas pormenorizadas de funcionamiento del TARGET, del cual aún quedan dos temas importantes a resolver: horarios y días hábiles para las operaciones, y pagos de última hora.

Para cubrir las necesidades del mercado y facilitar la ejecución de la política monetaria del SEBC, el TARGET habrá de funcionar el *mayor número de horas* posible al día, y contar con una hora de cierre común en toda la UE.

Las diferentes *fiestas nacionales, regionales y locales* en la UE afectarán a la liquidez y también al coste de las operaciones. Para evitar esos problemas, podría decidirse que las instituciones reciban los pagos durante la jornada de fiesta, aunque no se procesen hasta el primer día hábil; o que puedan desviarse las operaciones a la cuenta en otro país que no esté en fiesta. Esta última será, seguramente, la solución que al final se impondrá. Por ello, para que funcione el sistema TARGET, se requiere que al menos un número mínimo de países no esté en fiesta simultáneamente.

Otra cuestión que puede afectar al sistema TARGET es el tratamiento de los *pagos realizados en las últimas horas* de la jornada cotidiana, ya que pueden crear problemas de tesorería en el sistema bancario. A esos efectos, habrá de establecerse una regla uniforme para todo el sistema. Actualmente, varía según los países; en algunos Estados miembros de la UE, existe un acuerdo por el cual a partir de cierta hora los pagos se retrasan al siguiente día laborable; en otros, los bancos pueden rechazar los reembolsos si no se han avisado previamente. El SEBC habrá de decidir cuál será la norma para la UM en su conjunto.

La introducción de TARGET implica, en definitiva, que el actual sistema de liquidación, el telefónico del mercado de dinero, firme al cierre de las operaciones del día, será sustituido por un dispositivo continuo, en tiempo real; de modo que la no existencia de saldo implicará que la orden no pueda ejecutarse, debiendo pasar a una cola de espera, hasta que la tesorería reciba la correspondiente entrada de fondos¹⁹.

Por otra parte, además del TARGET, en los distintos países seguirán funcionando cámaras de compensación de grandes importes con sistema de liquidación neta, coexistiendo con los sistemas de pagos europeos. Dentro de esas cámaras de compensación, la llamada *segunda sesión*, en la cual se liquidarán

¹⁹ Eugenio Domingo Solans, "La Unión Monetaria Europea desde una perspectiva española. Conferencia pronunciada en la Universidad de las Islas Baleares", Palma de Mallorca, 7.X.1996.

transacciones en divisas (Euro-dólar o Euro-yen, por ejemplo), o las relacionadas con Deuda Pública de no residentes, funcionarán con límites de riesgo intra-día, entre cada par de participantes; a diferencia de lo que ahora sucede, en que no existen límites de riesgo entre operadores.

10.2. Previsiones del IME

En enero de 1997 el IME, en un informe *ad hoc*, detalló algunas cuestiones adicionales sobre el TARGET. La participación en los SBLTR nacionales la determinarán los BCNs; y para evitar obstáculos al funcionamiento eficiente de la política monetaria única, se asegurará un cierto grado de armonización de las características de los distintos SBLTR nacionales dentro del área Euro; al menos en tres aspectos: provisión de liquidez intradía, horario de funcionamiento y política de precios.

A. Provisión de liquidez

El importe de las órdenes de pago enviadas a través de TARGET, para cualquier participante, puede exceder a lo largo del día del importe de las órdenes de ingresos recibidas. Para hacer frente a los déficit resultantes, y al eventual retraso en la liquidación de las operaciones, los BCNs proporcionarán liquidez intradía; bien garantizando a los participantes el derecho a hacer uso de sus activos de caja, o bien proporcionándoles crédito intradía.

Los BCNs de los Estados Miembros de la UE que no participen en el área Euro, pero que no obstante estén conectados al TARGET, no podrán ofrecer crédito a un día en Euros a los participantes de los SBLTR de sus países. Están todavía siendo discutidas las opciones para que los BCNs fuera del área del Euro concedan crédito intradía a los participantes en el TARGET.

A fin de reforzar la eficiencia de la política monetaria única y de asegurar un trato equitativo entre las entidades cooperantes con el SEBC, podrán utilizarse activos localizados en otro Estado miembro del área Euro, de cara a obtener financiación y acceder al crédito intradía en el BCN local. Una forma de facilitar esa

utilización transfronteriza de activos, consistirá en establecer vínculos directos entre centrales de depósito de valores de los Estados Miembros de la UE. Sin embargo, tales vínculos no cubren todavía la totalidad de la Unión, y su desarrollo aún puede requerir un lapso considerable. Por tanto, los BCNs y el IME están preparando dos modelos para el uso transfronterizo de colaterales, actuando los BCNs como corresponsales unos de otros (con o sin garantía).

B. Horarios

En lo que concierne al horario de funcionamiento, la armonización en curso toma como punto de referencia los horarios actuales más largos de la UE, permitiendo una mayor coincidencia entre el sistema TARGET y los sistemas de pagos de los principales centros financieros de América del Norte y del Lejano Oriente.

C. Precios

Los BCNs están desarrollando actualmente un método común de cálculo para los costes de procesamiento de pagos, al objeto de asignarlos a la fuente adecuada, y evitar la competencia desleal entre el sistema de pagos de los BCNs y otros sistemas. Se cuidará también de que la política de fijación de precios por el uso del TARGET no interfiera con la gestión eficiente de la política monetaria única.

D. Liquidez de valores

Por otra parte, los procedimientos de liquidación de valores tendrán que asegurar que el SEBC no proporcione liquidez antes de que se le transfieran activos de garantía. La entrega de valores dentro del día podrá lograrse por medio de diferentes mecanismos operativos. Para ello, los BCNs elegirán la solución más apropiada sobre la base de las infraestructuras existentes.

11. MODIFICACIONES EN LOS SISTEMAS INFORMÁTICOS

En un esquema de coexistencia de monedas, los sistemas informáticos (*hardware* y *software*), se verán notablemente afectados. Si tenemos en cuenta la complejidad y diversidad existente en cada uno de los países -y dentro de ellos mismos según las entidades-, el sistema crediticio habrá de hacer un importante esfuerzo a fin de atender a las nuevas exigencias de la moneda única; sin permitirse el lujo, obviamente, de frenar el nivel de actividad ni por un minuto.

En un primer momento, el sistema deberá adaptarse a la doble notación en las unidades monetarias en uso; y pasado el período transitorio de coexistencia, habrá que volver a hacer modificaciones, para ya instalarse únicamente y de modo definitivo en la denominación Euro. Esa doble alteración se habría simplificado a una sola con el *Big Bang*. Pero tal hipótesis, quedó descartada, según vimos, en la Cumbre de Madrid de diciembre de 1995.

El sector informático se está preparando para el cambio²⁰, a fin de disminuir drásticamente los costes ante la gran demanda esperable de nuevos equipos. Además, serán necesarios importantes alteraciones en el *hardware*, para incrementar las capacidades en la aceptación y distribución de los nuevos billetes y monedas denominados en Euros²¹.

Concretamente en la previsión del que puede ser el coste de los cambios informáticos por introducción del Euro, debemos mencionar la evaluación hecha por una empresa británica, el banco de negocios BZW, y que asciende a 25.300 millones de dólares (equivalentes a 3,3 billones de pts.).

²⁰ *Financial Times*, "Computer chaos warning over Emu", 18.VII.1996.

²¹ Según un "Sucinto estudio de lo que representará la UEM, para el mapa bancario. El euroletargo de la banca", publicado en *Dinero*, 15.IV.1996, el mayor esfuerzo, con mucho, radicará en la modificación de miles de programas informáticos del software.

A lo cual ha de agregarse lo que puede representar la solución del *problema del milenio*, es decir, la introducción en los ordenadores de la numeración para el 2000 y años siguientes. Esa segunda cuestión puede suponer para Europa, también según BZW, 15.700 millones de dólares (unos 2,04 billones de pts.).

En suma, hasta el 2000, por los dos conceptos, los países de la UE habrán que gastar en torno a 41.000 millones de dólares (5,3 billones de pts.). La mayor parte de esa suma se concentrará en el sector financiero, y producirá grandes beneficios a las compañías de *hard y software*²².

La referida falta de previsión de los programadores hace algunas décadas, al identificar los años sólo por sus dos últimos dígitos olvidándose del milenio, va a impulsar de manera espectacular la profesión informática. Actualizar las bases de datos para el 2000 y después, sólo en España, requerirá no menos de 30.000 personas; casi tantos como los que ahora operan en el sector. La Asociación Española de Empresas de Tecnologías de la Información, SEDISI, ha localizado en los departamentos de Informática de la banca la principal responsabilidad ante esos dos grandes retos del Euro y del milenio, y ha recomendado "atender las dos necesidades de manera simultánea"²³.

12. DINERO ELECTRÓNICO

Los efectos de la moneda electrónica en los bancos centrales pueden ser importantes, al disminuir drásticamente las necesidades de circulación fiduciaria. Lo cual redundará en una también notable disminución de los beneficios que hoy se perciben por la emisión de billetes. Así lo advirtió en diciembre de 1996 el *Banco de Pagos Internacionales* de Basilea, al cual se considera como *banco central de los bancos centrales*²⁴.

Pero las ventajas de la mayor difusión del dinero electrónico, también serán importantes. Los usuarios tendrán pronto en pantalla de televisión la posibilidad de

²² Nicholas Denton, "Making a date with the euro", *Financial Times*, 18.XII.96.

²³ Antonio Lorenzo, "El efecto milenio duplicará la demanda de informáticos. El euro y la actualización al año 2000 requieren 30.000 programadores", *Negocios*, 28 y 29.XII.96. Sobre el tema del 2000 puede verse también Paul Taylor, "Year 2000: a \$600bn headache", *Financial Times*, 8.I.97.

²⁴ George Graham, "Electronic money threat to central banks", *Financial Times*, 18.XII.96. Puede verse una extensión del concepto del BPI en el anexo I sobre terminología.

acceder a su saldo bancario, realizar transferencias, o gestionar un crédito hipotecario. En España, por ejemplo, el Banco Bilbao Vizcaya y Telefónica Investigación y Desarrollo, están ultimando los dispositivos para ello: con la nueva oferta de TV Digital vía satélite -más tarde también se hará por cable-, podrán aprovecharse nuevos canales de interactividad, sin sobre coste para el usuario. El BBV ya tiene unos 15.000 clientes que realizan banca en casa a través de Infovía, y otros 300.000 por teléfono. Con el satélite y el cable, el objetivo es multiplicar esta cifra²⁵.

12.1. Cajeros automáticos y máquinas expendedoras

Los cambios radicales en la forma, el tamaño y en las medidas de seguridad utilizadas (fibrillas luminiscentes, hilo de seguridad, impresión calcográfica, marca al agua, etc), requerirá nuevos equipos de identificación (*cabezas lectoras*) en cajeros y otras máquinas automáticas, con un cierto coste por reajuste de los existentes.

Las entidades financieras y las empresas dedicadas a máquinas expendedoras automáticas y cajeros, deberán tener a su disposición muestras de billetes y monedas en plazo suficiente, al objeto de realizar los cambios necesarios, incluyendo las variaciones que correspondan en el *software* que utilizan. La estrecha colaboración entre las entidades y empresas de sistemas será, pues, indispensable para el éxito del proceso.

12.2. Tarjetas de crédito

El funcionamiento de las tarjetas de crédito se basa en una banda magnética, y su mecánica operativa, deberá homogeneizarse *ex novo*. Pero no se estima necesario reemplazar los dispositivos hoy existentes en el mercado, ya que los sistemas informáticos de lectura podrán ser adaptados.

Esos ajustes no guardan relación directa con la casi increíble revolución que se está experimentando en el área del dinero plástico, con la proliferación de toda clase de especímenes de crédito y débito, monederos electrónicos, etc. Lo cual genera una

²⁵ Juan Carlos F. Galindo, "El banco del futuro estará pronto en su casa", *Dinero*, 25.XI.96.

fornidable pugna por ver quién (Visa / Europay) se hará con un mayor control de un mercado de dimensiones espectaculares.

13. FONDOS DE INVERSIÓN

Habida cuenta de la importancia creciente de los fondos de inversión en el estrato del ahorro y de la participación en los mercados financieros, con base en la reciente intervención de un destacado ejecutivo de banca pueden tomarse en cuenta las siguientes consideraciones:

1. Los bajos niveles de tipos de interés reducirán sensiblemente las rentabilidades de los FIAMM y su peso en el total. Como consecuencia, el público que desee mayores rentabilidades deberá desplazarse hacia fondos de renta variable. Incluso los inversores muy adversos al riesgo podrían desplazarse también, dirigiéndose hacia Fondos de inversión inmobiliaria -que podrían ofrecer rentabilidades similares o incluso superiores- o garantizados referenciados a índices bursátiles.
2. Los fondos garantizados, muy similares a los FIAMM, también disminuirán la rentabilidad que podrán asegurar, por lo que también perderán peso en el conjunto. Sólo los referenciados a índices bursátiles, que ofrecerán mayores rentabilidades, seguirán siendo competitivos y manteniendo su peso en el total.
3. Los FIM de renta fija perderán también atractivo y peso relativo, al no obtener las elevadas ganancias de capital actuales y tener que competir en mayor medida que en la actualidad con los fondos de pensiones. Además, invertirán crecientemente en renta fija privada, al disminuir el saldo vivo de deuda pública.
4. Los FIM de renta variable canalizarán un volumen creciente de recursos como única vía para obtener una elevada rentabilidad. Como consecuencia, disminuirá progresivamente la fuerte aversión al riesgo de los inversores españoles.
5. Fruto de este proceso se homogeneizará la anómala estructura de fondos de inversión en España -56 por 100 en FIAMM, 41 por 100 en renta fija y fija mixta y 3 por 100 en renta variable y variable mixta-, evolucionando hacia los parámetros

Europeos, donde la renta variable supone casi el 30 por 100 del total y los FIAMM sólo el 31 por 100.

6. Los inversores serán mucho más sensibles a las diferencias, incluso pequeñas, de rentabilidad entre los fondos, lo que provocará el trasvase de unos fondos a otros, incluidos los comercializados por gestoras de otros países.

7. Las gestoras deberán extremar la eficiencia en la gestión, y utilizar todos los instrumentos a su alcance, a fin de mejorar la rentabilidad y la comercialización, y evitar así una fuga masiva de partícipes.

8. La necesidad de extremar la eficiencia en la gestión para captar cuota de mercado o prevenir fugas de partícipes, se verá facilitada por la Unión Monetaria, que favorecerá la diversificación de carteras, la aparición de nuevos canales de distribución, la competencia de especialistas y la globalización de los mercados. Y para ser más competitivos a las gestoras de fondos habrán de modificar su estructura actual de remuneraciones, avanzando hacia una mayor vinculación de comisiones a resultados.

9. Las gestoras que tengan éxito en estas claves de actuación podrán incrementar significativamente su cuota, favorecidas además por el aumento del negocio potencial, derivado del mayor atractivo internacional del mercado de fondos en Euros²⁶.

14. MERCADOS DE DERIVADOS

En cuanto a los *mercados de derivados* (opciones y futuros), desaparecerán o perderán importancia ciertos instrumentos referidos a los países de la UM; especialmente, por razones obvias, sobre tipos interbancarios y operaciones de cambios. En la actualidad son innumerables las posibilidades de *trading* con estos instrumentos, no sólo por la variedad (futuros a corto plazo, a largo, sobre índices, etc.), sino también por el gran número de divisas existentes.

²⁶ "Fondos de inversión: cambios en la demanda y la gestión dentro de la Unión Monetaria", el punto de vista de Ángel Corcóstegui, *ABC*, 9.XII.96.

Todos esos mercados, van a verse muy afectados a escala europea; las posibilidades de decisiones muy diversas, se reducirán de manera importante, al sólo disponer de una divisa, el Euro, siendo esperable una actividad mayor relacionada con el dólar, yen, franco suizo, etc.

En este área ya existen proyectos de nuevas actividades basadas en el Euro. El Mercado LIFFE de Londres y el DTB de Alemania, por ejemplo, disponen de contratos en euromarcos desde septiembre del 96. Y el MATIF de París hizo lo propio en diciembre, al introducir contrataciones en Euros de tres meses a cinco años, basados en el *activo subyacente* del interbancario que para el área Euro ya elaboran 30 bancos. Para facilitar el cambio del Pibor (el equivalente parisino al Mibor español) al referente Euro, el MATIF ofrece contratos a comisiones más bajas de lo normal²⁷.

15. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

El proceso del arbitraje bursátil, para aprovechar diferenciales, seguirá reflejando las expectativas de los agentes sobre la empresa, el sector de que se trate, o el conjunto de cada economía nacional. El gran cambio frente a la situación actual, será la posibilidad en favor de los inversores de diversificar sus carteras sin hacer frente a los terribles riesgos de cambio de hoy. Por consiguiente, lo más seguro es que los países que se sitúen fuera de la UM vean notablemente penalizadas las inversiones financieras de terceros en sus bolsas, y también, aunque en menor medida, las inversiones directas.

Paralelamente, se producirá una cierta *deslocalización* respecto de las sociedades que sólo coticen en mercados de valores nacionales. La introducción del Euro animará a las empresas a establecer o aumentar su presencia en otros países de la UE.

15.1. Bolsa comunitaria o NASDAQ europeensis

Por la tendencia a mantener el máximo de actividad en las plazas más tradicionales (Londres, París, Francfort, Milán, Madrid, etc.), parece difícil que pueda llegar a haber una sola gran bolsa comunitaria. Pero no es en absoluto descartable la idea de

²⁷ Andrew Jack, "Matif plans euro-denominated futures", *Financial Times*, 5.XII.96.

nacimiento de *un NASDAQ*²⁸ a la europea; no necesariamente pública o privada, pero, desde luego, de funcionamiento electrónico las 24 horas del día y negociando en Euros.

De hecho, esa *NASDAQ europeensis* ya nació en 1996: se trata de la EASDAQ (*European Association of Securities Dealers Automated Quotations*), creada en septiembre de ese año. Desde su mismo comienzo, la nueva bolsa electrónica paneuropea, pasó a contar con empresas inscritas, del área de las nuevas tecnologías²⁹.

15.2. El Euro NM

El 23 de febrero del 97 se hizo pública la constitución del *Euro NM* (NM por *Nieuwe Market*, mezcla de neerlandés, *nieuwe*, nuevo, y del inglés, *market*, mercado). Con ese nombre se identifica el acuerdo entre cuatro bolsas oficiales europeas (Amsterdam, Francfort, Bruselas y París, extensible a Londres y Milán) destinado a negociar conjuntamente títulos de empresas medianas y pequeñas de rápido crecimiento, con el objetivo de llegar, se estima, a un millar y medio de sociedades.

Los promotores del *Euro NM*, ven su entidad como competidora del EASDAQ, pero el Presidente de ésta, Mr. Santanilas Yassukovich, no lo entiende así. Para él, la iniciativa del NM, no va más allá de una conexión de mercados nacionales, interesante para las pequeñas empresas, pero sin gran alcance. En cambio el EASDAQ pretende potenciar un mercado de ingente capacidad, para atraer inversionistas de cualquier clase a las mayores corporaciones³⁰.

15.3. ¿Mal de altura?

Por lo demás, y como efecto en parte de las grandes expectativas del Euro en Europa, y del crecimiento en EE.UU., no estará de más evocar el comentario que sobre el

²⁸ O incluso una filial del NASDAQ de EE.UU.; para el mayor conocimiento de lo que esto representa, puede verse el término en el léxico del Anexo 1.

²⁹ Nicholas Denton y Clive Cookson, "Trio in race to list first on Easdaq", *Financial Times*, 13.XI.96.

³⁰ Christopher Price, "Frankfurt and Brussels to join Easdaq challenger", *Financial Times*, 24.II.97. Sobre el tema de Euro NM y EASDAQ puede verse también Christopher Price, "Cool reception for new exchanges", en el suplemento especial "European Stock Exchanges" del *Financial Times*, 28.II.97.

mal de altura de la bolsa de Nueva York -sus altos niveles de cotización-, hizo Alan Greenspan, Presidente del *Fed*, en diciembre de 1996³¹. La consecuencia de esa observación es que el índice Dow Jones bajó súbitamente; a pesar de lo cual, nadie llegó a pensar que la efímera caída fuera a tener efectos importantes en el largo plazo, por la gran entrada de fondos, virtualmente imparable, en el mercado. En tales condiciones el nivel del índice se recuperó en apenas en dos sesiones³².

Pocos días después del aviso de Greenspan, el Gobernador del Banco de España, Luis Angel Rojo, también contribuyó a frenar levemente la expansión de los mercados financieros españoles, al advertir que ya no quedaba poco margen de caída para los tipos de interés a largo plazo. Al tiempo subrayó que una excesiva rapidez en la rebaja del precio oficial del dinero podría provocar no pocas dificultades para la banca³³.

16. EL IMPACTO DEL EURO EN LAS EMPRESAS

Según Hélène Ploix, las consecuencias de la implantación del Euro abarcará al funcionamiento de los sistemas informáticos, estrategia financiera y exterior, distribución y aprovisionamiento, precios y su redondeo, y contabilidad. Y acto seguido, confiesa:

*Nuestro temor es que todos se refieren a que hay mucho tiempo por delante. Pero en ocho o nueve meses, los grandes bancos verán que no están preparados para el 99. Entonces cundirá el pánico y no habrá suficientes consultores, lo cual sería el caos. El hecho de anticiparse puede suponer la obtención de beneficios al disponer de una clara ventaja competitiva.*³⁴

³¹ Dean Foust, "Why Greenspan should keep mum about the market", en *Business Week*, 23.XII.96. Puede verse también el comentario de Ramón Tamames sobre este mismo problema en "El "boom" bursátil, ¿hasta cuándo?", en *Tribuna*, 21.X.96.

³² Realmente el alza del Dow Jones en los últimos tiempos ha sido espectacular por sí misma, pero todavía lo es más por comparación con lo sucedido al Nikkei de Tokio, como puede verse por el gráfico 4.9. (The lex column, "Knackered Nikkei", *Financial Times*, 11.I.97).

³³ D.G. Adame y V. Relaño, "Rojo previene contra la euforia a los mercados y a la banca. El gobernador cree que los tipos a largo plazo han tocado fondo y vaticina problemas de márgenes a la banca", *Negocios*, 18.XII.96.

³⁴ Alejandro Vesga, "Cómo gestionar su empresa en euros", *Negocios*, 17.I.97; y Juan Girón Roger, "El euro podría ayudar a las empresas a ganar mercado", *Dinero*, 20.I.97.

16.1. La adopción del Euro

Frente al temor referido, el Instituto del Euro -que es una organización internacional con sede en Lión, preocupada por el estudio de las consecuencias de la UM a efectos de difundir las ideas sobre la futura práctica de la moneda común-, en octubre de 1996 publicó un pequeño manual sobre la *estrategia de anticipación* de las empresas respecto al Euro³⁵.

El Instituto, al aproximarse globalmente a la cuestión, ha preconizado que desde el 1 de enero de 1999, las empresas decidan por la *inmediata adopción de la nueva moneda* -combinándola de manera decreciente con la nacional-, tanto para el mercado de productos, como a efectos de etiquetado y facturación, folletos y catálogos comerciales, inserciones publicitarias, etc. En la *traducción de los precios* a la moneda única, ha de tenerse en cuenta que:

- El tipo de conversión irrevocable se hará con cinco guarismos después de la coma (por ejemplo en España, 162,35282 Pesetas por Euro).
- Para redondear los precios a dos decimales, en el caso de un producto que valga, verbigracia, 10.000 Pts., la cifra resultante en Euros sería 61,594248 y habría que redondear a 61,60 para las ventas al público.
- Con la conversión y el redondeo, pueden perder su sentido los *precios psicológicos*, que se utilizan como reclamo de clientes; desde luego, más como argucia que no como argumento. Por ejemplo, un producto que se vende a 999 Pts. pasaría a costar 6,15 Euros, cifra que realmente *no dice nada especial*. Por tanto, habría que pensar en otros precios en Euros, con los ajustes correspondientes; en este caso, tal vez 5,99 (perdiendo algo).

³⁵ Instituto del Euro, "En avant vers l'Euro", Región Ródano Alpes, Lión, octubre 1996.

16.2. Nuevos aspectos del mercado

Para *fidelizar al cliente*, las empresas deberán ayudarle a adaptarse rápidamente al Euro, dándole la impresión de un alto dinamismo en la adopción de la moneda común.

Por lo demás, está fuera de toda duda que la *Zona Euro* significará una mayor transparencia a efectos de comparación de precios entre proveedores y países. La gente no tendrá que hacer cálculos más o menos complejos, mentales o con la maquinilla, para determinar las cotizaciones de una parte u otra de la UE.

Todo lo dicho, no significa, ni mucho menos, que vaya a haber una completa y rápida *homogeneización* de precios a escala UE. Aunque ésa acabará siendo una tendencia manifiesta, no puede olvidarse que en el mercado las estructuras de valoración no dependen sólo de los costes, sino también de los hábitos culturales, de la reglamentación interna y de los modos de distribución.

Por ejemplo, en el caso de la empresa española Zara, que actualmente marca todos sus precios en las distintas monedas nacionales de los países de la UE en que está presente con sus almacenes minoristas, para que se vean las diferencias (hasta del 40 por 100) entre los distintos centros en que actúa. ¿Qué hará en el futuro? Lo más seguro es que fije sus importes sólo en Euros en todos los Estados miembros. Tal vez con el propósito de ir a una aproximación gradual entre ellos, con algún método de perecuación que vaya erosionando los márgenes que actualmente se deben a transportes, seguros, etc.

La realidad de un solo precio comunitario puede facilitar enormemente las *campañas publicitarias* a escala UE, que serán cada vez más frecuentes. Y permitirá, además, métodos más fluidos de *televenta*, vía *internet*, etc.

Las *relaciones de las empresas con los bancos*, estarán en gran parte definidas por las recomendaciones que para éstos haga el instituto emisor en cada país; que adoptará una política más bien dinámica, pues sus relaciones con el SEBC y el BCE serán exclusivamente en Euros desde el 1 de enero del 99; así como que el interbancario y otros mercados financieros habrán de bascular al Euro sin más dilaciones. En lo cual tendrá su influencia el aliento que a los pagos internacionales pueda imprimir el TARGET.

En definitiva, cuanto más velozmente se establezcan las relaciones en Euros con los bancos, tanto mejor.

16.3. Contabilidad e información

En lo tocante a la *contabilidad de las empresas*, está claro que lo más económico sería llevarla en una sola moneda; que desde el 1 de enero de 1999 debería ser, lógicamente, el Euro. En este área, las autoridades nacionales habrán de fijar las reglas correspondientes, para homogeneizar el proceso, para lo cual será necesario adiestrar al personal de contabilidad. Y si de la materia contable se ocupa una entidad externa especializada, obviamente habrá que escuchar sus recomendaciones.

La *adaptación informática* será una buena ocasión para renovar, a la *última*, el equipo (*hardware*) y el *software* existentes. En lo cual habrá de tenerse muy en cuenta los programas al uso en toda una serie de actividades:

- Listas de precios.
- Gestión de Tesorería con sus modos de financiación.
- Gestión de proveedores y clientes, facturación, manejo de los *stocks*.
- Nueva configuración en Euros de la contabilidad en sentido más estricto: balance, cuenta de pérdidas y ganancias, etc.

16.4. Cuestiones jurídicas

Lógicamente, desde el 1 de enero de 1999 comenzará el proceso de *conversión del capital* de las sociedades a Euros. Como consecuencia del ya mencionado redondeo, los accionistas y partícipes podrán introducir modificaciones en el capital, a fin de que éste se sitúe en cifras también redondeadas.

El tema de los *servicios jurídicos*, está bastante desarrollado ya en estos momentos. Y el 1 de enero de 1999 entrará en vigor un reglamento comunitario confirmando la *continuidad de los contratos*.

16.5. Fiscalidad y recursos humanos

En lo relativo a *fiscalidad*, es evidente también que el tránsito al Euro no significará cambios en la presión tributaria; no se pagará más o menos, sino lo mismo. En cuanto a los porcentajes de las tarifas, se aplicarán a los montos convertidos a Euros; y los *forfaits* se expresarán *ex novo* en Euros. Las *Administraciones de Hacienda* de los Estados miembros de la UE, ya están preparando la normativa para estos problemas, sobre los cuales irán informando a los contribuyentes.

En lo que concierne a los *recursos humanos de la empresa*, hay que explicar bien a las claras que la conversión al Euro no significará aumento o disminución de retribuciones; ni, en consecuencia, la alteración del poder de compra de sueldos y salarios. También debe atender la empresa a la debida preparación de su personal, para que se desenvuelva con naturalidad frente a proveedores y clientes en términos de Euros.

17. ESTRATEGIA DE ANTICIPACIÓN

En suma, puede decirse que la inmensa mayoría de los cambios que pueda ocasionar la conversión al Euro a las empresas son perfectamente previsibles. Lo importante es que los *managers* se adapten rápidamente con la *estrategia de anticipación*.

En muchas grandes empresas se han constituido *Comités Euro*, siguiendo la anterior recomendación de las asociaciones empresariales sobre el “establecimiento de un grupo de trabajo interno, que informe directamente a la alta dirección, integrando representantes de las principales áreas funcionales”. La iniciativa es recomendable incluso para las pymes.

Además, es interesante señalar que los *Eurocomités* no pueden limitarse a calcular costes y acciones de adaptación del Euro. Deben definir asimismo respuestas estratégicas a los retos de la nueva situación. Y esto no es posible

simplemente con un *escenario oficial* de entrada. De ahí el interés de los escenarios planteados por *The Wall Street Journal Europe*³⁶:

- Uno de éxito pleno en el lanzamiento de la UM en la fecha objetivo de 1 de enero de 1999, con amplia participación de países, entre ellos España e Italia. En ese caso, se transformaría radicalmente el panorama la UE, perfeccionándose el mercado interior único y promoviéndose la armonización fiscal entre los Estados miembros.
- El escenario opuesto, el peor de los posibles, sería que ni Francia ni Alemania cumplieran con los criterios de Maastricht, y tuviera que aplazarse la moneda única. Ello podría arruinar el proyecto en su conjunto, y socavar la confianza en el franco francés y otras monedas débiles europeas; iniciándose así una cadena de devaluaciones y de inestabilidad monetaria.
- El escenario intermedio sería el de una UM a escala limitada, con sólo un reducido número de participantes, incluidos Alemania y Francia, pero excluyendo Italia y España. Tal escenario podría conducir al Euro a un débil punto de partida, salpicado de devaluaciones competitivas por parte de los países no participantes.

18. EL COSTE DE LA UM PARA EL COMERCIO

Además de los cálculos ya referidos para el sector bancario, hay una estimación de lo que podrá representar para el comercio minorista³⁷. Ese impacto se cifra en el equivalente a 21.000 millones de Euros -unos 27.000 US\$, o 3,37 billones de pesetas- como consecuencia de las operaciones del doble mercado, etiquetado, etc. durante los tres años de la etapa B de la tercera fase; además, están los capítulos correspondientes a los cambios de ordenadores, entrenamiento de personal, información al público y otros.

Quizá lo más importante es señalar que el pequeño y mediano comercio habrá de enfrentarse a importantes transformaciones en los próximos años, de cambio de mentalidades y formas de gestión; pues el tránsito a la moneda única, sin contar con

³⁶ Antonio Pulido, "¿Quién sabe dónde, cuándo, cómo...?", *Negocios*, 4.XII.96.

³⁷ Gillian Tett, "Euro may cost retailers \$21bn", *Financial Times*, 25.X.96.

la tecnología de que disponen el sistema financiero o las grandes superficies, lo obligará a nuevas actitudes en temas como liberalización de los horarios comerciales, jornadas festivas de posible apertura, etc.

En Waldkirch, pequeña ciudad de la Selva Negra, ya se hizo en 1996 un experimento de dos semanas de duración (al que han seguido otras experiencias). Unos 70 establecimientos comerciales se pusieron de acuerdo para utilizar el Euro como unidad de transacción, y dos bancos locales lo vendieron al tipo de cambio de dos marcos. Lo primero que se apreció fue la dificultad de disponer de moneda fraccionaria, por lo cual se simultanearon operaciones en marcos, Euros y mixtas.

Los problemas del DM -o de cualquier otra valuta- serán mayores con tipos de conversión no tan sencillos como los de 1 o 2. Imaginemos, por ejemplo, la compra de un artículo que valga 500 pesetas a un tipo de cambio peseta/Euro de 160. Habría que pagar 3,125 euros por él, y en consecuencia, al utilizarse sólo dos decimales, tendría que ajustarse a 3,12 o a 3,13 Euros; lo que supondría una alteración de precio entre un descuento cercano al 4 por 100 y un sobreprecio del 2³⁸.

En España "lo importante -según el Secretario de Estado de Comercio Turismo y Pymes, José Manuel Fernández Norriella- es que haya un plazo para llegar a esas nuevas situaciones, de modo que el proceso tenga el menor coste posible"³⁹. En ese sentido, en el segundo o tercer trimestre de 1997 se organizará una simulación del Euro en una localidad de alrededor de 1.500 habitantes con representación de los sectores industriales, comerciales y ciudadanos. Durante dos semanas, en esa población aún por determinar, sus habitantes sólo utilizarán el Euro como moneda para sus transacciones⁴⁰.

³⁸ Antonio Pulido, "2001: la odisea del euro", *Negocios*, 29.XI.96

³⁹ M. Antonia G. Quesada, "Comercio recibe mil millones para promocionar el euro", *Negocios*, 21.XI.96.

⁴⁰ En noviembre de 1996 se difundió ampliamente el rumor -luego no confirmado- de que la elección había recaído sobre Rascafría, pequeño pueblo del Valle de Lozoya en la Comunidad de Madrid. España contará con 1.000 millones de pesetas dentro del programa global comunitario para la difusión de la moneda única en colegios, comercios y ciudades. También se editará un manual y un folleto divulgación, que sirva de base para cursos y programas.

CAPÍTULO 5: CONCLUSIONES SOBRE LA UM

1. LAS CONSECUENCIAS POSITIVAS

En una entrevista realizada a principios de diciembre a Yves-Thibault de Silguy, Comisario Europeo de Asuntos Económicos y Monetarios, y ante la pregunta de por qué la opinión pública sigue sin estar convencida de las ventajas del Euro, el miembro de la Comisión respondió con razones muy convincentes y con su habitual lenguaje de sinceridad:

El Euro es bueno para el crecimiento y el empleo, pues implica el saneamiento de las finanzas públicas y libera ahorro; no es un fin en sí mismo, sino un instrumento al servicio del desarrollo y la ocupación.

Es previsible que la Zona Euro esté bien gestionada, y por consiguiente atraerá ahorro extranjero favoreciendo la inversión. No obstante, para crear empleo hay que acelerar las reformas estructurales, vencer las rigideces del sistema laboral y disminuir las excesivas cargas que pesan en especial sobre los salarios más bajos. Hay que abordar, además, el problema de la formación profesional y de la educación en general.

Y luego, con la claridad contundente que es usual en sus declaraciones, Yves-Thibault, manifestaba:

El crecimiento no se consigue creando más puestos burocráticos de funcionarios, sino ofreciendo confianza al sector privado, lo cual es una tarea a largo plazo y de clara responsabilidad de los Estados miembros. Entre otras cosas, el Euro

*supondrá el fin de las turbulencias monetarias, que son devastadoras para el empleo. Y lo digo recordando que las tormentas en el SME durante 1993 costaron a la UE dos puntos de crecimiento, y un millón y medio de desempleados. De ahí la importancia de la estabilidad monetaria.*¹

A partir de ese *introito* podemos preguntar: ¿cuáles serán las consecuencias positivas de la Unión Monetaria? Contestar cabalmente a una pregunta así, llevaría mucho tiempo y espacio. Lo que aquí podemos esquematizar es lo siguiente:

1.1. Una apertura de progreso

Dentro del gran debate que en toda la Unión Europea (UE) ha suscitado la UM, nadie va a discutir que no sea legítimo oponerse a ella, buscando otras opciones de cara al futuro. Pero incluso los más contrarios al proyecto deben reconocer que, aparte de otras circunstancias, en el caso concreto de España la incorporación al Euro supondrá un nuevo paso de apertura y el progreso del sistema económico y social. Por la sencilla razón de que la senda a la UM comporta una serie de medidas de política económica claramente en pro de la eficiencia, mediante la *política de convergencia nominal*: baja inflación, déficit público mínimo, tipos de interés reducidos, deuda pública contenida, y estabilidad monetaria. Incluso, casi todos lo aceptan, aunque no hubiera un proyecto de UM, la política económica en el mundo altamente competitivo en que vivimos, no podría ser diferente de la así postulada.

Los equilibrios económicos antes mencionados, que son los célebres *criterios del Tratado de Maastricht* estudiados en el capítulo 4, han de conseguirse por los países candidatos al Euro a fin de superar el *examen de ingreso* ya previsto para abril/mayo del 98. Y precisamente, al objeto de estar preparados de cara a ese ejercicio examinador, en los meses que van del actual Gobierno -desde mayo del 96- se ha venido trabajando para reducir el déficit público, bajar la inflación, aminorar los tipos de interés y contener la deuda. Todo ello sin olvidar el propósito de actuar también sobre los criterios de la

¹ Entrevista con Yves-Thibault de Silguy, Comisario Europeo de Asuntos Económicos y Monetarios, "El Euro favorecerá el crecimiento y el empleo", *Actualidad Económica*, 2.XII.96. En el caso concreto de España, los efectos de las turbulencias -y los demás asociados a ellas-, fueron en verdad arrasadores: entre 1992 y 1995 se perdieron más de 600.000 empleos, un número equivalente a lo que de forma tan trabajosa se había creado entre 1986 y 1991. En cambio, no se perdió ni uno sólo de los 800.000 puestos de funcionarios promovidos desde 1983.

convergencia real: crecimiento económico suficiente, aumento del empleo y disminución del paro, y mayor competitividad internacional merced a costes laborales unitarios adecuados. Esa senda está requiriendo, desde luego, no pocos esfuerzos. Pero los frutos están a la vista en lo que es un nuevo salto cualitativo de la Economía española.

Efectivamente, el avance hacia la UM va a inscribirse históricamente como uno de los momentos clave de la apertura al exterior. Y hay sólidos fundamentos para esperar que con resultados altamente positivos, como sucedió en ocasiones anteriores: 1959 con el Plan de Estabilización, que conectó nuevamente al autárquico sistema económico nacional a una economía internacional ya muy liberalizada; 1970 por el acuerdo preferencial con la CEE, que permitió un fortísimo aumento de nuestras exportaciones industriales; 1977, con los Pactos de La Moncloa, que supusieron la democratización del marco institucional así como el planteamiento de importantes reformas: fiscal, seguridad social, entidades de crédito, leyes agrarias, etc.; 1986, con la plena adhesión a las Comunidades Europeas, al tiempo que se asumían los compromisos del Mercado Interior Único que se culminó en 1993. Ahora, al prever la incorporación de España a la UM, se está dando un paso más en la misma dirección de progreso, de sustitución del proteccionismo ineficiente por la competitividad modernizadora, sin por ello renunciar a la solidaridad social que es la gran conquista de los países de Europa Occidental de las últimas décadas.

1.2. La estabilidad

Pero el que muchos estemos seguros y convencidos de estar en la buena vía al apoyar la decisión y las políticas para entrar en la primera velocidad de la UM, no significa que no hayan de explicarse, de forma sintética pero cabal, las ventajas que para España supondrá la incorporación al euro. Como tampoco supone que podamos permitirnos no afrontar la discusión de las pretendidas desventajas que para nuestro sistema productivo de bienes y servicios podría acarrear la UM. En los siguientes apartados, se desglosan, pues, los razonamientos a favor, y se analizan las posibles inconveniencias.

Ante todo, la UM favorecerá el objetivo fundamental de la *estabilidad de precios*, pues la supervisión del BCE, desde su independencia institucional, supondrá para los Gobiernos una *disciplina presupuestaria* adecuada, al exigirse bajos déficit y de contracción de la deuda. Habrá, además, un estricto comportamiento antiinflacionista, a través de

la correcta regulación de la oferta de dinero, merced a la coordinación de las emisiones de Euros, y del manejo de los demás instrumentos regulatorios, por el SEBC y del BCE.

La estabilidad se reforzará con la definitiva desaparición de la posibilidad de devaluar la moneda, y por la desaparición de las tormentas monetarias, que entre 1992 y 1994 provocaron los grandes operadores internacionales en su afán especulativo y que para la globalidad de la UE representaron una pérdida de crecimiento de dos puntos de PIB y 1,5 millones de parados más.

El BCE será el rector de la política de estabilidad de la nueva moneda, incluyendo la observación, e incluso la intervención, de mercado para regular los tipos de cambio del Euro frente al dólar, yen, franco suizo, etc. Todo lo cual se decidirá por los órganos del propio BCE, como expresión de una soberanía monetaria conjunta. Así, y frente a la situación actual en que la marcha de la peseta depende en gran medida de lo que pase con la moneda ancla del Sistema Monetario Europeo (el marco alemán), y de lo que el Banco Federal de Alemania (Bundesbank) resuelva sobre tipos de interés, España pasará a participar en la puesta en común de la política monetaria. Sería socio importante del BCE, con casi un 10 por 100 de su capital social y, por tanto, con un peso muy considerable a la hora de tomar las decisiones.

Debe aclararse, por si hubiera alguna duda, que la nueva organización para la moneda única, no supondrá la desaparición del Banco de España, que seguirá existiendo como parte del SEBC y como socio del BCE, la entidad ejecutiva común. El mantenimiento del Banco de España supondrá que continuará en su función inspectora de las entidades de crédito, para garantizar su normal funcionamiento. Al tiempo que encauzará en nuestro país la política monetaria acordada en el BCE, tanto en términos de liquidez (suministro de dinero a bancos y cajas de ahorro), como en lo concerniente al funcionamiento de los nuevos sistemas (esencialmente el TARGET), que darán máxima fluidez en los dispositivos de pagos internacionales, etc.

La estabilidad monetaria, significará que los españoles van a tener más garantizada que nunca la conservación del valor de su dinero. O dicho con claridad aún mayor, se mantendrá el poder adquisitivo de los salarios, al igual que sucederá con el ahorro y las pensiones. De ese modo, la inflación dejará de actuar como el enemigo público número uno que ha sido hasta ahora, en su papel de erosión continua del bienestar de los

ciudadanos en su faceta de trabajadores, ahorradores y también jubilados al llegar a la edad de percibir los beneficios de una larga vida de actividad.

1.3. Tipos bajos, inversión, empleo

Con la UM, los *tipos de interés* serán muy parecidos en toda la zona Euro, puesto que desaparecerá la *prima de riesgo* que ha venido castigando hasta ahora a las monedas más débiles respecto al marco alemán, entre ellas significadamente la peseta. Será el BCE el que para todo el espacio de la UM fijará el precio del dinero, como de hecho habrá un tipo de interbancario común (Eurobor). Así, las inversiones se verán alentadas, y será posible la reducción del paro por la creación de un mayor número de puestos de trabajo.

Con el Euro como moneda común ya será perfectamente posible articular una política económica común; proyecto bien antiguo en la trayectoria de la integración europea, pero que hasta ahora siempre tropezó con la dificultad de su diversidad de zonas monetarias, y de políticas presupuestarias sin un criterio común. Ambas circunstancias van a cambiar de forma espectacular.

De hecho, ya se han logrado bajadas muy importantes de los tipos de interés. Y no sólo del precio básico del dinero en el Banco de España -en una cota histórica del 6 por 100 que se dió por última vez en 1968-, sino también en los créditos hipotecarios, en los preferenciales para la inversión y en los de consumo. Esa caída de los tipos, junto con otros factores en gran medida también atribuibles al esfuerzo por acceder a la UM, hicieron posible que en España se alcanzara en 1996 la creación de 500.000 nuevos empleos, y la disminución del paro en 160.000 personas.

1.4. Sin barreras cambiarias: mayor competencia y más comercio

La UM, al crear el Euro como moneda única para todos los países socios, entre los cuales estará España, supondrá la *desaparición de las llamadas barreras cambiarias*, que todavía hoy se manifiestan en la necesidad de atender las comisiones de cambio a pagar a los bancos y otras entidades financieras a la hora de importar bienes y servicios, o en el momento de cambiar los ingresos por exportaciones. La supresión de esas

comisiones -que oscilan entre el 3 y el 10 por 100 de las cantidades cambiadas, según los casos-, se estima que representará para las empresas y consumidores españoles un ahorro anual de entorno a un billón de pesetas, algo así como el 1,2 por 100 del PIB.

La supresión de las barreras cambiarias también supondrá una mayor internacionalización de las entidades financieras que ganarán en dimensión, al tiempo que la competencia bancaria se hará mucho más intensa, al coincidir además con las nuevas técnicas de banca telefónica y por ordenador, que permitirán la prestación de servicios financieros de todas clases sin necesidad de una amplia red de sucursales y agencias locales. De este modo, es de esperar que los créditos se concederán a tipos de interés más bajos y, desde luego, los contraídos por los españoles fuera de España, no tendrán los gastos tradicionales, no sólo por la ausencia de costes de conversión, sino también porque ya no habrán de soportarse las cargas de los costosos seguros de cambio que hasta ahora resultaban casi obligados en todas las operaciones.

Otro efecto de la desaparición de las comisiones de cambio se apreciará en la posibilidad de contratar seguros de todas las especialidades con pólizas de primas menos elevadas debido a la competencia. Como igualmente será factible realizar operaciones de bolsa fuera más fácilmente, y participar de modo más fluido en fondos de inversión y de pensiones de otros países de la UM, cifrándose siempre las operaciones en Euros.

Las tan importantes estabilidad de precios y desaparición de las comisiones de cambio en las que venimos insistiendo, permitirán un desplazamiento más fácil de los españoles por todo el territorio de los países de la Unión Europea, sin los altibajos existentes ahora por los tipos de cambio entre las viejas monedas nacionales, y sin las fuertes fluctuaciones que afectan a tantos ciudadanos no sólo con ocasión de sus viajes profesionales, de descanso o de turismo, sino también para el estudio de sus hijos más allá de nuestras fronteras tradicionales.

La supresión de las comisiones de cambio entre los países de la UM supondrá, además, un impulso formidable para el aumento del comercio entre España y los demás países de la UE, que en sus quince Estados miembros reúne a 450 millones de consumidores, en general de muy alto nivel de vida. Las exportaciones podrán hacerse más fácilmente y, desde luego, en un marco más competitivo para todos, a lo cual contribuirá la transparencia de precios -fijados siempre en Euros, ya sin necesidad de cálculos de cambio-, que serán conocidos en tiempo real a través de sistemas *on line*, y

hará que los compradores puedan elegir más fácilmente los productos deseados, beneficiándose así de las claras ventajas de un vasto mercado de calidades en línea de ascenso, y con precios que en la mayoría de los bienes y servicios tenderán a la baja.

1.5. El hecho diferencial de la UM

Sin perjuicio de que aún existan dificultades para el progreso final de la Unión Monetaria -los *agoreros* no se recatan en pronunciarse contra la UM, y la *defensa* de los intereses del dólar hacen lo posible para impedirla-, no cabe duda de que en el escenario de globalismo del presente constituirá la característica diferencial y más importante de los países de la UE en el próximo futuro.

La razón es bien sencilla: actualmente, el mercado interior único (MIU) ya está prácticamente perfeccionado respecto de la libre circulación de bienes, factores y personas. Y, de facto, lo propio sucede con los demás aspectos de la Unión Económica. Adicionalmente, las políticas comunitarias ampliamente liberalizadoras constituyen una trama que permite relaciones de globalidad, de tal alcance que todos los países del mundo tienen condiciones de acceso en términos no muy diferentes de los que *favorecen* a los propios Estados miembros.

Con un Arancel Aduanero Común (TARIC) en la UE en el 2 por 100 de protección media *ad valorem* (*de facto* ya sin fronteras económicas), los países miembros de la UE frente al resto del mundo van a valorar, desde 1999, la pertenencia a la UM en el más alto grado. Con todo lo que de agilidad va a brindar esa circunstancia para el incremento de las transacciones intracomunitarias de todo tipo. En esa perspectiva, es imaginable que a la *hora de la verdad* nadie quiera quedarse fuera de la UM.

De ahí que el *gran hecho diferencial* de la UE para sus Estados miembros en los próximos años, al estar dentro de la Unión Monetaria, el no enfrentarse a barreras cambiarias y disponer de la máxima fluidez para toda clase de transacciones. Es algo parecido a lo que desde los primeros tiempos de su federación sucedió en los EE.UU., donde los negocios se realizan sin trabas gracias al mercado único y la ubicuidad del dólar.

Por otra parte, el hecho diferencial será tanto más importante cuanto mayor sea el número de socios de la UM en el momento de su constitución. Y las tendencias últimas son grandemente alentadoras, en el sentido de que en la práctica todos los Estados miembros de la UE podrían entrar, salvo los que no lo deseen en la hora H (Reino Unido, Dinamarca y Suecia), o los que no puedan (casi exclusivamente Grecia).

1.6. Las reformas necesarias

A ese respecto, Issing afirma que están equivocados quienes solicitan reforzar la UM con una armonización de los estándares sociales a los niveles más altos posibles, pues ello podría socavar el éxito de la moneda única².

De intentar suprimir esas diferencias entre niveles de vida y tasas de desocupación forzando políticas, podrían generarse presiones en pos de requerir compensaciones, mediante cuantiosas transferencias desde los países más ricos a los más pobres, para de esa forma evitar las tensiones derivables de los ajustes en el empleo.

De tener que atenderse tales peticiones por parte de los países contribuyentes netos, se suscitarían recelos, que fácilmente alimentarían las tendencias extremistas y nacionalistas sin que a cambio se produjera un correlativo apoyo a la UM. Y por parte de los países potencialmente beneficiarios, incluso podrían llegarse a la fácil conclusión de que las ayudas obtenidas iban a ser insuficientes para cubrir sus *grandes necesidades*.

Por consiguiente, para evitar un descontento político que un día pudiera desembocar en la ruptura de la UM, se hace indispensable que los países sean lo más homogéneos posible. De ahí tanto insistir en la convergencia hoy y en el Pacto de Estabilidad mañana para conseguir una situación más equilibrada.

En lo esencial, las transformaciones a introducir se situarán en el mercado de trabajo y en la contención del gasto público.

² Otmar Issing, "Europe: Political Union through Common Money?", *The Institute of Economic Affairs*, Londres, 1996.

La reforma laboral, que no puede dejarse esperar por más tiempo -y en ello están de acuerdo por igual empresarios y sindicatos-, significará una mayor disponibilidad de trabajo para todos, así como una mejora notable en la estabilidad del empleo, con un horizonte laboral más seguro.

1.7. Reforma laboral

Oficialmente, más de 18 millones de personas buscan trabajo en la Unión Europea. Concretamente, los desempleados alemanes son 4,5 millones, y los franceses cerca de tres millones. A ese respecto, los gobiernos de los países de la UE tienen la excusa de que en materia de empleo los expertos dan consejos contradictorios, mostrándose en absoluto desacuerdo. En cambio, son unánimes sobre cómo favorecer el retorno de la gente al trabajo: se necesita que los mercados laborales sean libres, y la mejor forma ese rasgo, es mantenerlos flexibles³.

En cuanto a las reformas relativas al gasto público, las nuevas circunstancias de la UM contribuirán a disminuir la presión fiscal sobre los contribuyentes, por la contención presupuestaria que habrá de comportar el cumplimiento de los criterios de déficit público y de deuda. Adicionalmente, el menor recurso del Estado a los mercados de dinero, para financiar el déficit, contribuirá a que empresarios y las familias puedan acceder a créditos más importantes y baratos para inversión y consumo.

1.8. Neutralidad en precios, presión fiscal y políticas económicas

La UM, al empezar primero con la utilización del euro desde 1999, y al canjearse después, definitivamente, las pesetas por la moneda única en el 2002, no tiene por que comportar modificaciones en los precios; ni al alza ni a la baja, puesto que en ambas ocasiones (1999 y 2002) únicamente las pesetas se traducirán en euros automáticamente, a un cambio, conocido técnicamente como *tipo de conversión irrevocable*, garantizado entre 1999 y el 2002 por el BCE, y que se verá físicamente consagrado en el 2002 por el definitivo canje de billetes y piezas metálicas de pesetas en Euros. Otro tanto puede decirse de los salarios y de la presión fiscal; en este último caso porque los

³ "Europe hits a brick wall. Politicians say they are desperate to cure Europe's unemployment. Really?", *The Economist*, 5.IV.97.

líquidos impositivos serán los mismos sólo que traducidos a Euros, para sobre ellos aplicar los tipos impositivos correspondientes.

La UM no implica, por sí misma, ningún ajuste en lo relativo a las políticas económicas de la UE, y más concretamente a las que se manifiestan a los Fondos Estructurales y en el Fondo de Cohesión. En cuanto a los primeros, continuarán los aportes a la agricultura a través del FEGA (Fondo Europeo de Garantía Agrícola), con subsidios a los precios y ayudas de superficie a determinados cultivos. Asimismo, proseguirán las ayudas del Fondo Social Europeo (FSE) para operaciones de reconversión industrial y creación de empleo en circunstancias especiales. Y otro tanto sucederá con las del Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER) para la construcción de autovías, redes arteriales, telecomunicaciones, etc.

En cuanto al Fondo de Cohesión, que facilita recursos para infraestructuras y medio ambiente, a fin de amortiguar las diferencias de renta per capita entre los países con ingresos por debajo del 90 por 100 de la media de la UE, y mejorar la calidad de vida, tampoco hay previsiones de cambios significativos.

También es importante destacar que la UM es neutral en cuanto a la posible evolución de la propia naturaleza del sistema económico. Como bien ha puesto de relieve Jordi Sevilla, la llegada del Euro "no equivale a la caída de ningún muro [de Berlín] ni establece ventajas claras en favor de una opción liberal conservadora o de otra socialdemócrata"⁴.

En definitiva, los principios ideológicos que predominen en el nuevo marco de la UM, vendrán dados, como siempre sucede, en función de las fuerzas en presencia; de modo que el Euro no influirá ni en el papel del Estado dentro de la economía, ni en el tamaño del sector público, ni en los instrumentos para corregir las desigualdades. Todas esas cuestiones seguirán dependiendo de los juicios de valor políticos y de las propias políticas económicas que asuman la UE y sus Estados miembros.

⁴ Jordi Sevilla, "Después de Maastricht, ¿qué?", *El País*, 20.II.97.

1.9. Una transición fluida

La conversión irrevocable de la peseta a Euros se llevará a cabo desde el 1 de enero de 1999 hasta el mismo día y mes del 2002. Durante ese tiempo, los centenares de millones de ciudadanos de los países de la Unión Monetaria seguirán utilizando sus monedas nacionales como dinero físico, si bien el Euro ya estará funcionando en toda suerte de transacciones. Ese período transitorio de tres años permitirá que todos podamos adaptarnos a la nueva moneda única para ir dejando de pensar en pesetas, y hacerlo en Euros. El trienio servirá igualmente para reajustar, en las administraciones públicas, banca, y toda clase de empresas de bienes y servicios, la gran diversidad de mecanismos de contabilidad, informática, pagos y cobros, etc. Así, en el segundo semestre del 2002, realizado ya totalmente el canje de las viejas monedas nacionales por el Euro, la UM entrará en pleno funcionamiento para un tiempo indefinido: ningún país ha propuesto cláusulas de duración máxima al gran proyecto del Euro.

El período transitorio 1999/2002 permitirá que el paso de la peseta al Euro pueda hacerse de modo más fluido, con la particularidad de que nadie estará obligado a aceptar pagos, ni tampoco imponer cobros, en Euros hasta un momento determinado. Quien así lo desee podrá seguir haciendo todas sus operaciones en pesetas hasta el mismo día en que termine el canje material y físico de la moneda nacional por Euros, que se concluirá a lo largo del primer semestre del año 2002.

1.10. Una perspectiva internacional

Sin ningún género de dudas, el Euro va a ser mucho más que un simple negocio europeo, pues se convertirá en un signo de pagos *de los más importantes del mundo*, al nivel del dólar, y en muchos aspectos por encima del yen y otras monedas. El Euro pasará a ser moneda de reserva, de refugio y de fijación de toda clase de cotizaciones. Papeles, los tres, que hoy están reservados mayormente al billete verde de EE.UU.

El Banco de España y los demás bancos centrales de la UE, a partir de 1999, configurarán la mayor parte de sus reservas en Euros; y de forma análoga se comportarán los institutos emisores de fuera de la UM, en vez de hacerlo, como todavía sigue siendo lo más frecuente, en dólares. Lo cual significará una definitiva autonomía de los europeos respecto a las oscilaciones de la moneda estadounidense.

Por otra parte, al transformarse el Euro en una importante moneda refugio, con amplia credibilidad para los inversionistas internacionales, muchos de ellos decidirán situar ahorros e inversiones dentro de España, contribuyendo así al crecimiento económico y a la creación de empleo.

Además, la moneda europea única y común, al inspirar la suficiente confianza, hará que muchas cotizaciones internacionales de mercancías clave (petróleo, gas natural, metales, alimentos, etc.), se cifren en Euros para las operaciones con países europeos y de otras zonas del mundo, evitándose de ese modo los gravosos impactos inflacionistas, como ahora sucede con el alza del dólar, para el precio de los carburantes y de otros productos.

1.11. El reforzamiento de la integración europea

Otmar Issing, Consejero del Bundesbank, ha intentado analizar las implicaciones políticas de la moneda única⁵, continuando la serie iniciada en un anterior trabajo, "La unión monetaria europea y su futuro", publicado en su versión española por el Instituto de Estudios Económicos⁶. La contribución más importante de la moneda única a la unión política, nos dice Issing, se configura en su influencia para dar un gran paso adelante.

En un primer momento -de hecho ya lo está haciendo-, la consolidación de la UM contribuirá al éxito de la Conferencia Intergubernamental que desde marzo de 1996 se celebra anualmente por los quince países de la UE para reforzar los tres pilares en que se fundamenta la Unión: transformación de las instituciones y cambios en las políticas comunitarias en agricultura, transportes, desarrollo industrial, I+D, medio ambiente, etc.; nuevos horizontes en las políticas externas de defensa común (PESC), y de presencia máximamente operativa en los foros internacionales; y mayor seguridad para los ciudadanos merced a la lucha contra la delincuencia con una acción concertada en todo lo relativo a *Justicia e Interior* (migraciones, narcotráfico, crimen organizado, etc.), con la puesta en marcha de la *Europol* como agencia comunitaria para todas esas funciones.

⁵ Otmar Issing, "Europe: Political Union through Common Money?", *The Institute of Economic Affairs*, Londres, 1996.

⁶ Gregorio Izquierdo Llanes, "Unión Monetaria y política", *Dinero*, 21.X.96.

Con el transcurso de los trabajos de la CIG, la Comisión aspira a publicar, a mediados de julio, sus recomendaciones sobre la ampliación en el informe *Agenda 2000*. En la cual preconizará el trato a dar a los diez países candidatos a la adhesión de Europa Central y del Este: República Checa, Polonia, Hungría, Eslovenia, Países Bálticos, Eslovaquia, Bulgaria y Rumania.

La *Agenda 2000* incluirá diversidad de temas: reforma de la PAC, revisión de los fondos estructurales de la UE para las regiones más pobres, y nueva perspectiva financiera para los años 2000 a 2005⁷.

Por último, una breve referencia a la defensa, para destacar que tras una serie de preparativos, el 25 de marzo de 1997, Francia y Alemania (apoyadas por Bélgica, Italia y España) hicieron pública una declaración según la cual, dentro del programa de la CIG para el futuro Tratado de Amsterdam, podría irse a una fusión de la UE con la UEO. Se mostraron así en una línea muy contraria a la idea de EE.UU. y del Reino Unido, partidarios de que Europa Occidental se mantenga dentro de la OTAN y sin verdadera estructura militar propia. Está claro que quienes se oponen más o menos a la UM, son también contrarios a una política común de defensa⁸.

1.12. Estado de bienestar y solidaridad internacional

Los avances económicos y la favorable influencia en los cambios políticos que implica la UM, permitirán el mantenimiento y la mejora de los derechos humanos y sociales, y de las conquistas económicas del Estado de Bienestar hará posible la ampliación de la UE, más allá del año 2000, a los países candidatos del Centro y del Este de Europa. Lo cual convertirá a la Comunidad en el mayor bloque económico del mundo, muy de lejos, con más de 600 millones de ciudadanos; el doble que EE.UU., casi cuatro veces Rusia, y el quintuplo de Japón.

Europa se convertirá así en un poder respetado en todos los órdenes, por su contribución a la paz y la estabilidad del conjunto mundial. Y podrá reforzar sus ya importantes instrumentos de solidaridad con el Tercer Mundo (la UE es el primer donante del

⁷ Lionel Barber, "Threat of Emu delay hants EU", *Financial Times*, 24.II.97.

⁸ Carolina Southey y Lionel Barber, "UK "to veto" defence plan", *Financial Times*, 24.III.97.

mundo en cooperación al desarrollo, con el 0,40 por 100, frente a Japón con sólo un 0,35 por 100 de su PIB). Sobre todo por los efectos que el Euro tendrá en la idea -que ya va abriéndose camino en el Fondo Monetario Internacional- de que la nueva moneda europea influirá de forma decisiva en la reconstrucción del Sistema Monetario Internacional sobre bases más sólidas y lejos de la hegemonía actual del dólar.

2. SOBRE LAS PRETENDIDAS INCOVENIENCIAS DEL EURO

En cuanto a las posibles desventajas que podría acarrear la UM, la más importante de las invocadas sistemáticamente en la argumentación contra el Euro es la pretendida pérdida que podría comportar en términos de soberanía del cambio exterior; así como la no disponibilidad en el futuro de una Hacienda nacional compensadora, con los consiguientes efectos que ello conllevaría en términos de deterioro del Estado de Bienestar.

Pero realmente, ninguna de esas tres objeciones es decisiva, como lo demuestra el hecho de que incluso los Premios Nobel de Economía de EE.UU., que de manera reiterada se oponían a la moneda europea común, han cambiado de actitud ante el avance del proyecto Euro. Incluso para reconocerlo como imparable y de completo éxito por parte del Presidente Clinton; habiéndolo saludado igualmente como un triunfo decisivo los Presidentes de las Repúblicas de Iberoamérica y la inmensa mayoría de los líderes políticos y economistas más influyentes del resto del mundo. Las proclamadas desventajas han pasado así a un segundo plano, a pesar de lo cual, vamos a analizarlas con algún detenimiento.

2.1. ¿Qué pasa con la soberanía del cambio exterior?

En lo relativo a la pérdida de soberanía de política del cambio exterior al desaparecer las viejas monedas nacionales, puede decirse que ese presunto poder se encuentra ya muy mermado. Fundamentalmente por la gran fuerza del marco alemán y del poderoso Bundesbank. Y sobre todo por el funcionamiento de los mercados, que no premian el derroche ni la inflación, tan acentuados en España entre 1992 y 1995. Mercados que son los mismos que actualmente ya apuestan, en el mejor sentido de la expresión, por la entrada de la peseta en la Unión Monetaria, como lo demuestra la evolu-

ción de la bolsa, cuyas cotizaciones crecieron como media un 40 por 100 en el 96. Con una evolución también muy favorable del mercado de deuda, con una bajada del tipo de diferencial entre Alemania y España de casi 5 puntos de interés ya a menos del 1. Lo cual, digámoslo aunque sea de paso, significará para los tres próximos años un menor coste del servicio de la deuda pública de casi un billón de pesetas; con lo que todo ello implica, en paralela disminución del esfuerzo fiscal exigido a los contribuyentes.

Por otro lado, la tan traída y llevada soberanía del cambio exterior de la peseta, hay que decirlo sin ambages, se utilizó en España entre 1992 y 1995 exclusivamente para de tiempo en tiempo recurrir a las llamadas *devaluaciones competitivas*, que hicieron subir el coste del marco alemán de 62 pesetas en el primero de esos dos años, a 92 en el segundo. A la postre, las devaluaciones equivalieron a reconocer el fracaso de políticas más creativas y potenciadoras a medio y largo plazo, como son las que inciden en la productividad real del sistema productivo, la calidad, el marketing, la presencia internacional, los servicios postventa, etc.

Las aludidas devaluaciones de la peseta de septiembre y noviembre de 1992, la de mayo de 1993 y la de marzo de 1995, supusieron una pérdida acumulada del valor de la peseta de un 30 por 100 frente al marco alemán, con una bajada paralela del poder adquisitivo de los españoles, en términos de compra de productos de países monetariamente más estables, como Alemania, Francia y el Benelux. Se generó asimismo un fuerte encarecimiento de los viajes por esa misma área, así como en la del dólar. Todo ello se reflejó en una pérdida de la renta por habitante de España que pasó del 77 al 76 por 100 entre el 92 y el 95, virtualmente tres años perdidos para el progreso económico. En resumen, en vez de grandes ventajas, lo que realmente va a perderse con la Unión Monetaria, es la posibilidad de recurrir, como sucedió en el pasado reciente, al fácil expediente de las devaluaciones competitivas, que no ocultaban otra cosa que una política de derroche, de altos tipos de interés, de excrecencias burocráticas, y de permisividad; casi siempre en disfavor de los económicamente más débiles. Todo eso se acabará, no sólo por las nuevas políticas económicas nacionales, sino también por una disciplina comunitaria que España está asumiendo con conocimiento de los esfuerzos a realizar, y que ya está teniendo importantes frutos, y que los tendrá aún mayores en el futuro.

Sobre el argumento de la soberanía del cambio exterior, resultan del máximo interés las palabras de Yves Thibault de Silguy (miembro de la Comisión para la UM) en el

artículo que publicó en octubre de 1996⁹, y del cual extraemos algunos párrafos bien significativos:

A veces algunos se pronuncian contra este avance político de regir al Euro desde un Banco Central Europeo, por lo que pretendidamente significa de pérdida de soberanía monetaria -o lo que es lo mismo, de la propia soberanía-, lo cual se presenta como algo necesariamente antidemocrático, no nacional, o incluso teutónico. Sugiero poner fin a esta clase de hipocresías: ya pasó el tiempo de que nuestras economías y nuestras monedas podían funcionar independientemente.

¿Dónde está la soberanía monetaria cuando los gobiernos tienen que devaluar su moneda, empobreciendo al país, atrayendo el odio de sus votantes, e imponiendo una dura carga a base de aumentar los tipos de interés? ¿Dónde está la independencia económica en un mundo más y más interdependiente, vigilado por mercados cuya confianza debemos merecer? ¿Quién puede creer que el aislamiento pueda protegernos de tales realidades?

Ni el Euro, ni cualquier otra política de la Unión, significa pérdida de soberanía, cuando tan altamente está condicionada por el globalismo. Por el contrario, significa asumir, una dirección colectiva contraria de la rendición, porque se trata de la conquista de un territorio fundamental.

2.2. ¿Se pierde la autonomía fiscal y presupuestaria?

En cuanto a la segunda de las grandes desventajas que sus detractores asignan a la UM, la pérdida de autonomía fiscal y presupuestaria, en ambos casos se trata más bien de nostalgias infundadas del pasado que no de posibilidades verdaderas de cara al futuro. Ya no cabe insistir por más tiempo en la afirmación de que un fuerte gasto público significa mayor nivel de empleo, porque la evidencia internacional –en igualdad de condiciones de otras variables también importantes, el célebre *ceteris paribus* de los economistas–, demuestra todo lo contrario: Japón, con menos del 30 por 100 de gasto público, sólo tiene un 3 por 100 de paro; EE.UU. con el 35 por 100 de gasto tiene el 5,4

⁹ "Making sense of the euro", *The European*, 25.X.1996

por 100 de desempleo. En tanto que la UE con el 47 por 100 de recursos públicos gastados, se sitúa en el 11 por 100 de paro. No es extraño, pues, que haya todo un clamor -y virtualmente unanimidad entre los economistas más renombrados- en cuanto a la necesidad de incentivar al sector privado, que es el verdadero creador de empleo productivo y no burocrático, por el sencillo método de disminuir el gasto público a niveles razonables, no superiores al 40 por 100 del PIB.

Dentro de la misma área de futura política comunitaria de gasto público - controlado en cuanto a su eficiencia, y en vías de reducción-, hay que significar lo que representa el actual proceso de globalización de la economía mundial, y que cada vez más exige una disminución de las altas cotas de presión fiscal alcanzadas en algunos países, entre ellos España, para competir en mejores condiciones en los mercados internacionales. Y en esa línea de tendencia, dentro de la UM está apreciándose ya un claro movimiento de armonización espontánea en cuanto a los tipos impositivos, que podría ir seguida de algunas acciones comunitarias para evitar la competición fiscal, en una perspectiva de evitar guerras de impuestos a la hora de atraer capitales de fuera de la Unión.

Martin Wolf se refirió en noviembre de 1996 a esta cuestión en un incisivo artículo en el que hacía la siguiente reflexión:

Las conclusiones más importantes son cuatro: la primera, que si un país ha de ser excluido de la UM por razones fiscales, debe preocuparse más por su endeudamiento que por sus déficit; segunda, para que la UM funcione, los Estados miembros han de retener sus potestades fiscales; tercera, el Pacto de Estabilidad, en la forma prevista, resultaría demasiado inflexible; y por último, pero no lo menos importante, disminuir los déficit públicos sin prestar suficiente atención a la capacidad del sector privado de reabsorber los recortes, equivaldría a emprender el camino del estancamiento y la desesperación¹⁰.

Por su parte, en relación también con el tema de la fiscalidad, el economista Bernard Connolly ha insistido en la hipótesis de un marco fiscal común, sobre todo a

¹⁰ "To fiscal independence", *Financial Times*, 12.XI.1996, que en parte se basa en los trabajos de Bernard Connolly y Brian Reading, del *Monthly International Review* (nº 55) y de Barry Eichengreen de la Universidad de California, Berkeley.

partir del *Pacto de Estabilidad*, llegando a la conclusión de que la UE debe proceder a armonizar hasta situarse en algo parecido a lo que sucede entre los estados de la Unión Norteamericana¹¹.

En la misma línea apuntada por Connolly, en noviembre de 1996, el semanario alemán *Der Spiegel*, al entrevistar al Ministro de Finanzas germano Theo Waigel, le preguntó sobre la competición fiscal entre países¹². Weigel mostró su apoyo a la iniciativa de la Comisión Europea de armonizar la tributación argumentando que las políticas nacionales de atraer inversiones a base de ventajas tributarias, no tendrán nada de bueno, pues al reducirse los impuestos se mermarán ingresos presupuestarios que son indispensables¹³.

En este mismo debate sobre la armonización fiscal en la UE, y sobre todo en lo relativo a los *paraísos fiscales*, mencionaremos por último que en diciembre de 1996 Jürgen Stark, Secretario de Estado de Finanzas de Alemania, se refirió al abuso de países como Holanda, Bélgica e Irlanda en materia de tipos impositivos. Stark aludió expresamente al Reino Unido, por el tratamiento que da al impuesto de sociedades, lo cual "supone una evidente competencia desleal para que Londres se imponga a Francfort como gran plaza financiera de la UE". Tales manifestaciones -se comentó- podrían ser indicio de que Alemania está preparando un proyecto de paquete de reglamentos comunitarios en pro de una cierta armonización fiscal¹⁴.

2.3. Movilidad/flexibilidad. Comparaciones EE.UU./UE

Lawrence Lindsey miembro de la directiva del Federal Reserve Board, y Gobernador del Sistema de la Reserva Federal de los EE.UU. para el distrito de Richmond-Virginia, ha hecho algunas consideraciones útiles sobre el eventual

¹¹ Bernard Connolly, "Stable Emu must mimic US", en *Letter to the Editor, Financial Times*, 18.XI.96.

¹² También la OCDE se ha referido a la necesidad de no avanzar en la carrera competitiva de los impuestos. Para ello ha creado un *task force* ad hoc "a fin de distinguir entre competencia leal y dañosa" (Jim Kelly, "OECD seeks to curb global tax competition", *Financial Times*, 13.I.97).

¹³ *Negocios*, 25.XI.96.

¹⁴ Peter Norman y Christopher Brown-Humes, "Bonn minister attacks "unfair" EU tax havens. Germany plans campaign against rivals", *Financial Times*, 23.XII.96.

funcionamiento del Euro en el mercado europeo, por comparación con el del dólar en el espacio norteamericano.

Lindsay destaca el hecho de que la economía estadounidense no se comporta por igual en todas las partes de su territorio. Por el contrario, se producen situaciones disímiles: por ejemplo, pérdida de valor de bienes raíces en Texas y en Oklahoma a principios de los años 80 como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, en contraste con lo que por entonces ocurría en California. Años más tarde, en 1990, con la Guerra del Golfo se produjo un desplome de precios en California, en tanto que los estados petroleros mejoraban.

Esas diferencias no impiden sin embargo, que el dólar siga valiendo lo mismo dentro y fuera de EE.UU.; por la sencilla razón de que no existen un dólar texano y otro californiano, que hubieran podido depreciarse a causa de las vicisitudes por las que pasaron esos estados. En cambio, si un país europeo atraviesa una crisis en su propia moneda, antes de la UM, ésta cae en su cotización frente a las demás de la UE, y justamente esa depreciación es la que permitirá *corregir* la crisis.

¿Cómo se ajustan esas situaciones de ámbito regional en EE.UU. sin que la moneda común, el dólar, se vea afectada? Según Lindsey, el proceso es automático, por los dos factores siguientes:

- *La movilidad humana.* En EE.UU. no hay el quietismo que tan gravemente padece la UE. Cada año el 17 por 100 de la población estadounidense cambia de domicilio; y el 3 por 100 de esta última (unos 7,7 millones) pasa de un Estado a otro. Cuando se produjo la aludida crisis de California en los 90, se marcharon 1.200.000 personas, unas 200.000 a Utah, 300.000 a Colorado, y 700.000 al resto de la Unión.
- *La fiscalidad* es el segundo factor correctivo. Cuando un estado norteamericano atraviesa un buen momento económico, como le pasó a la propia California en 1987, su contribución fiscal al Tesoro federal se dispara: un 17 por 100 de toda la recaudación de EE.UU. por impuestos. Cuando llegó la crisis en 1990, ese aporte cayó al 8 por 100.

En Europa, dice Lindsey, cuando llegue la moneda común y se produzca una crisis dentro de un Estado de la UM, los elementos correctores no funcionarán como en EE.UU., por la sencilla razón de que la movilidad humana no existe en la UE, como tampoco hay un régimen fiscal común¹⁵. De aquí el interés de que un día pueda haber un sistema fiscal más armonizado y que las barreras fácticas a la libre circulación vayan cediendo su fuerza.

2.4. ¿Está en peligro el Estado de bienestar? El modelo holandés

Son muchos los que por su información deficiente ven la UM como el camino en el que se irán abandonando los principales elementos del Estado de bienestar, como la caída del gasto público, la reducción de las pensiones, de las prestaciones al desempleo, de las subvenciones de toda clase.

Lo que en cambio generalmente no se aprecia en toda su importancia, es que sólo con medidas como las preconizadas por la UM podrá mantenerse, en un mundo altamente competitivo, la esencia del bienestar alcanzado. Así cabe apreciarlo al comprobar cómo en EE.UU. con mucho menor gasto público, un sistema de pensiones de mayor fomento del ahorro privado, con medidas más favorables para incentivar la vuelta al trabajo en vez de fomentar la permanencia en el paro, etc., tiene un bienestar que se cifra en un 30 por 100 más que la media de la UE.

Para el tema del Estado de bienestar es más que ilustrativo el caso de la *Sociedad de consenso*, como se denomina el modelo holandés, ejemplar en una Europa convulsionada por la más variada gama de protestas de las fuerzas sociales, que se niegan en redondo a *apretarse el cinturón* y que aspiran a trabajar menos, a cobrar más, y que no están por la labor de renunciar a los logros de unas conquistas históricas cada vez más etéreas.

En contraste con ese panorama anclado en los pretérito, el Ejecutivo holandés ha conseguido la reducción del paro, la aceleración del crecimiento, la recuperación de la confianza. Con la particularidad de que apenas hay quejas sobre la moderación salarial,

¹⁵ Lawrence Lindsey, "EMU. An American view" (La Unión Monetaria Europea, tal como se ve desde EE.UU.), *Financial Times*, 27.XI.96 (de la versión del informe mensual de la CEOE de noviembre 1996).

pues las fuerzas políticas y sindicales reconocen que sería suicida ir a contracorriente del recorte de costes salariales u extrasalariales, que es imprescindible para aliviar a las empresas.

Entre los instrumentos, utilizados en los Países Bajos, figuran los horarios flexibles, el trabajo a tiempo parcial, el esfuerzo realizado por el Estado para reinsertar en el trabajo a los parados de larga duración que no pudieron concluir su período de formación. El resultado es que en el último trimestre de 1996, el desempleo alcanzaba el 6,5 por 100 en tanto que en Alemania era el 12,2 por 100.

El primer ministro, Wim Kok, es en gran medida el artífice de esa bonanza. Antiguo líder del sindicato obrero y laico FNV, y ministro que fue de Economía y Finanzas, desde 1993 dirige la primera coalición de socialdemócratas, liberales y liberales de izquierda, lo que se conoce como el Grupo *Violeta*.

El salario mínimo interprofesional bruto equivalente a unas 168.000 pesetas al mes (66.630 en España en el 97), cantidad que no se revisa ni al alza ni a la baja. De hecho, los asalariados no han tenido aumentos superiores al 2 por 100 anual en la última década, y la baja inflación y las reducciones de impuestos han permitido mantener el poder adquisitivo. A cambio, ha tenido que encajarse una gran flexibilidad laboral; en un contexto en el que el 30 por 100 de los trabajadores, de ellos tres cuartas partes mujeres, laboran menos de 30 horas semanales.

Holanda obtiene el 40 por 100 de su PIB de las exportaciones y, desde que se firmó el *Pacto de Vassenaar* entre patronal y sindicatos en 1982, todos los esfuerzos parecen pocos para sanear los resultados de las empresas y reducir los costes laborales por debajo de los alemanes, que son los principales competidores de los Países Bajos¹⁶.

2.5. Un saldo muy favorable

En resumen, la Unión Monetaria ofrece numerosas ventajas, y los inconvenientes que a veces se le imputan, se basan en razonamientos que carecen de base frente a una situación futura más racional, a favor de los intereses de los consumidores y de los

¹⁶ Juan Giron Roger, "Holanda se convierte en el modelo europeo", *Dinero*, 24.II.1997.

contribuyentes, que son las verdaderas fuentes de soberanía de cualquier economía moderna, al igual que, como mujeres y hombres, lo son los ciudadanos en todas las esferas políticas.

El saldo de ventajas e inconvenientes tan claramente positivo, se refuerza aún mas al considerar las posibles consecuencias negativas en la hipótesis de que España quedara al margen de la Unión Monetaria. Porque ello significaría situarse al margen de la corriente de máximo incremento del comercio, que se producirá con toda seguridad entre los socios del Euro al desaparecer las barreras cambiarias. Como también representaría una dramática caída en el interés por parte de los inversionistas internacionales respecto a nuestro país, al resultar incapaces de cumplir los criterios de estabilidad y equilibrio exigidos para estar dentro de la futura zona monetaria común, y continuar después en su interior.

En la hipótesis de no entrada, no cabría ni siquiera la posibilidad de recurrir a los mecanismos -tan *valorados* por los detractores de la UM- de la pretendida libertad de cambio exterior. Porque no siendo socio de pleno derecho de la UM, no tendríamos otro remedio que situar a la peseta en el nuevo Sistema Monetario Europeo (SME bis), en el cual únicamente el Banco Central Europeo tendrá la capacidad para determinar los realineamientos del valor de la peseta. Lo cual irremisiblemente pondrá fin a las tan socorridas devaluaciones competitivas que, como ya vimos, acarrearán más problemas que soluciones.

En lo concerniente a la posibilidad -igualmente en la hipótesis de no entrada- de utilizar como política de ajuste la autonomía fiscal y presupuestaria, nos encontramos ante idéntica situación de cierre a tales eventualidades. Por la sencilla razón de que los países con sus monedas en el SME bis tendrán que cumplir las normas de convergencia, en la línea no sólo en lo dispuesto en el Tratado de Maastricht, sino también del futuro Pacto de Estabilidad en cuanto a estrictos criterios de déficit y deuda.

Como síntesis de todo lo expuesto en el recorrido explicativo de por qué la Unión Monetaria va a ser tan importante para nosotros, podríamos decir que estar en el momento de nacer el Euro entre los países de la primera velocidad, significará la consagración de España como país avanzado, situado en la cúspide de la unión económica más importante del mundo, con capacidad para ofrecer a sus ciudadanos un

futuro de prosperidad, y con la posibilidad de contribuir a un mayor esfuerzo solidario internacional para quienes más lo necesitan.

3. LA REVOLUCIÓN DE LA UM. UNA PROFECÍA

En resumen, la UM, como advertíamos en la presentación de este ensayo, es ya una realidad casi palpable, que se hará tangible en los próximos años.

Después de la reunión del Ecofin en Dublín del 24 de septiembre de 1996, Samuel Brittan publicó un artículo en el *Financial Times*, bajo el título bien contundente de "Euro will surely come. Even if the UK decides to remain outside European monetary union, the new euro could become a parallel currency alongside sterling". Ese mismo día 24, Theo Waigel y Jean Arthuis, los Ministros de Economía de Alemania y Francia, respectivamente, firmaron en gran número de periódicos europeos un extenso artículo - en España en *El País*- bajo el título "La UEM se logrará en el plazo previsto. La recuperación y la consolidación fiscal permitirán a Alemania y Francia acceder a tiempo a la unión monetaria". El comienzo del artículo fue bien expresivo:

Estamos más convencidos que nunca de que la Unión Monetaria Europea (UEM) se convertirá en un gran éxito, y tenemos puntos de vista comunes sobre todas las cuestiones importantes pendientes que deben resolverse previamente. La recuperación sostenida del crecimiento y los esfuerzos sin precedente llevados a cabo por nuestros dos gobiernos para reequilibrar las finanzas públicas, permitirán que nuestros dos países cumplan los criterios de Maastricht, y entren en la Unión Monetaria Europea el viernes 1 de enero de 1999.

En definitiva, la UM supondrá una verdadera revolución en todos los ámbitos, al modificar ante todo las estructuras mentales de mercado estrechas de las pequeñas y débiles monedas. Lo cual contribuirá a abandonar muchos prejuicios sobre la vieja soberanía monetaria, al compartir un símbolo común entre las naciones más ricas de la Tierra.

Ya no se trata de un *futurible*, producto de una imaginación que pudiera ser rica en creatividad pero poco fundada en el sentido práctico. Como igualmente cabe decir,

empleando el concepto en sus justos términos, y no como tantas veces se utiliza a la ligera: la *utopía* está a punto de hacerse realidad.

Es algo enteramente lógico, porque la Unión Monetaria, es una necesidad axiomática para rentabilizar al máximo la integración. A pesar de lo cual, el debate continúa, los detractores contraatacan -es cierto que cada vez con menos fuerza y convicción- y los euroescépticos aún sueñan, en tierras de Shakespeare o de Hamlet, con no participar en un designio del que a la postre -y puede hacerse la *profecía*-, no podrán sentirse ajenos indefinidamente.

La conciencia de todo ello, debe llevar a las entidades financieras y a las empresas en general, a prepararse concienzudamente para el gran cambio; empezando por sus propios trabajadores y ejecutivos, y ayudando en ese proceso de grandes transformaciones a sus clientes.

Por si todo lo visto anteriormente no fuera suficiente, lo cierto es que los días 21 y 22 de septiembre, y del 4 y 5 de octubre de 1996 -ya lo hemos destacado en los últimos capítulos-, en la reuniones que en Dublín mantuvieron los Ministros de Economía y Hacienda con los Gobernadores de los Bancos Centrales y representantes del IME primero, y los Jefes de Estado y de Gobierno después, se dió un paso de gigante en la senda de la UM. Se confirmaron, una vez más, las fechas del *Calendario de Madrid*; se aprobó ya casi totalmente el SME bis; y se avanzó en el *Pacto de Estabilidad* que de una u otra forma habrá de aplicarse tras lograrse la UM en 1999¹⁷. El Euro está, pues, en vías de conseguirse plenamente, por mucho que les pese a sus detractores.

Por lo demás, y análogamente a lo que preconizó John Maynard Keynes, cuando en 1944, en Bretton Woods, propuso un Banco Central para el mundo, y una moneda única con el nombre de *bancor*, hoy estaríamos -con necesidad incomparablemente mayor por la fuerza del globalismo- ante la exigencia de *un nuevo Sistema Monetario Internacional*. Y cabe imaginar, con las perspectivas esbozadas, que lo lógico será la tendencia hacia una relación más estable de tipos de cambio entre las monedas más importantes: US\$, Yen y Euro.

¹⁷ Que esa reunión representó, efectivamente, un apoyo decisivo a la UM, y muy especialmente al Pacto de Estabilidad, lo supo poner de relieve Lionel Barber en el *Financial Times* del 23.X.96, con su artículo "Support for Emu stability pact plan".

Definitivamente, el Euro no será sólo un asunto europeo, sino también mundial, pues, junto al dólar y el yen, podrá servir de base para la futura moneda mundial, el *Fénix*, que ha de corresponderse con la economía altamente integrada del planeta en que vivimos¹⁸.

El Euro, por último, será para la UE algo parecido a lo que el franco suizo es desde hace mucho tiempo en la Confederación Helvética, como país con gran diferenciación en sus partes, tanto por las distintas culturas, como por los idiomas diversos, y que, como repetidas veces se ha dicho, se hallan unidas *por un ejército común y una moneda conjunta*. Después del Euro, la UE, ya con moneda única, necesitará de una verdadera *política de defensa propia* en favor de la paz.

*Fiat lux, ayer, fiat money, mañana*¹⁹.

4. DECLARACIÓN DE INDEPENDENCIA

Y formando parte de mi profecía, me atreveré a decir que análogamente a lo que en 1776 sucedió cuando las Trece Colonias de América del Norte se levantaron contra Inglaterra al firmar su "Acta de Independencia", la UE, en 1999, con su UM hará su propia "*Declaración de Independencia*", de plena soberanía conjunta. Y sin acritudes de cara a EE.UU. y el dólar, pasará a tener su personalidad internacionalmente indiscutida, sobre la base de su nueva moneda común, expresiva del poderío económico de una UE de 450 millones de ciudadanos, con el PIB más fuerte del mundo y preparada para la gran ampliación hacia el centro y el Este de esta parte del Viejo Continente.

¹⁸ En 1987, el semanario predijo que en 30 años (2017) habrá una moneda mundial -a la que dio el nombre de *Fénix*, por el ave que revive de sus cenizas- a base precisamente de la relación entre el nacido ECU, el dólar y el yen. Sobre la influencia que el Euro tendrá en los pagos internacionales en el futuro Sistema Monetario Internacional, George Graham, "IMF ponders monetary union", *Financial Times*, 30.IX.96.

¹⁹ El 24 de enero de 1997, al decidir que la seguridad de Alemania y Francia son *inseparables* y que necesitan de una *defensa concertada*, Jacques Chirac y Helmut Kohl modificaron significativamente el sistema europeo, obligando a Washington y al resto de los miembros de la OTAN a repensar sus posiciones sobre estrategia nuclear y reforma de toda la arquitectura militar. La *defensa concertada* francogermana supone un paso diplomático y militar sin precedentes para asentar el pilar europeo de la Alianza Atlántica, ya que, por vez primera en la historia, Francia y Alemania, juntas, asumen un *concepto estratégico* de dimensión nuclear; orientado a la creación de una política de defensa común en el seno de la OTAN y dentro de la propia Unión Europea (UE) (Juan Pedro Quiñonero, "Acuerdo franco-alemán para una *defensa concertada*. Chirac y Kohl firmaron un pacto para una *estrategia común* que tendrá dimensión nuclear"; y también, "El acuerdo franco-alemán de defensa obligará a refundar la seguridad europea", *ABC*, 26 y 27.I.97, respectivamente).

Frente a la actitud negativa de muchos economistas de EE.UU. de gran predicamiento, Rudi Dornbusch, profesor de Economía y *Management* del MIT, ha sabido poner de relieve que, a pesar de no ser la UM una panacea, su fracaso pondría en marcha una sucesión de devaluaciones y depreciaciones competitivas: "Incluso aunque la UM no sea una buena idea, no convertirla ahora en realidad sería algo aún peor".

Para sustentar esa tesis, Dornbusch da por seguro que la UM producirá una nueva oleada de europeísmo, comparable a lo que promovió el MIU al comienzo de la década de 1990. El profesor del MIT concluye:

En definitiva, EE.UU. no tiene nada que perder con la UM. Si la moneda común ayuda a Europa a crecer, eso será bueno para la prosperidad internacional. Si ablandamos las tendencias deflacionistas del BuBa, todavía mejor. Si la UM contribuye a mejorar los mercados financieros europeos, los inversores y bancos de EE.UU. se aprovecharán al máximo²⁰.

Puede decirse, pues, que en EE.UU. la anterior mentalidad detractora del Euro ha dado paso a una visión mucho más comprensiva²¹. *A la fuerza ahorcan*, que diría un castizo un poco rudo.

Por último: quizá los europeos no seamos conscientes aún de la enorme importancia de la UM, que va a cambiar nuestros horizontes económicos y nuestros hábitos de comportamiento. Afortunadamente, el *Calendario de Madrid* para la introducción del Euro está cumpliéndose, e incluso los más escépticos van percatándose de que estamos ante un proceso virtualmente irreversible.

²⁰ Rudi Dornbusch, "Monetary union might just put the spring back in Europe's step", *Business Week*, 23.XII.96.

²¹ Sobre el tema de los mercados financieros y la hegemonía del dólar hasta la llegada del Euro, puede verse Peter Martin, "Emu and the dollar hegemony", *Financial Times*, 16.XII.96. En el citado artículo se pone de relieve que la disponibilidad por la UE de mejores mercados financieros -más independientes para que no haya de mirarse todos los días a la apertura de Nueva York- exigirá de cambios mucho más amplios de los que actualmente están en curso.

ANEXO 1: VOCABULARIO FINANCIERO (*)

BONO NOCIONAL. Título de emisión ficticia, al que se adscriben unos determinados parámetros de vencimiento y unas características concretas de emisión. Se crea como *activo subyacente* para normalización, facilidad de cálculo y mejor funcionamiento de los mercados organizados de *opciones y futuros*. Así, por ejemplo, en el mercado español de opciones, se trata de un bono del Tesoro, de 20 millones de pesetas, con un cupón del 12,5%, por un plazo de tres años. En el mercado español de futuros es un bono del Tesoro, de 10 millones de pesetas, con un cupón del 10%, y con un plazo de tres años. Se supone que estos bonos nocionales se emiten en la *fecha de ejercicio*. Al ser un título ficticio, los mercados de futuros proporcionan una lista de *bonos entregables*, a efectos de eventual conversión. En inglés: *notional bond*.

CERTIFICADOS DE DEPÓSITO DEL BANCO DE ESPAÑA. Títulos que emitidos por el Banco de España, fueron colocados, obligatoriamente, para absorber la liquidez liberada por la reducción *del coeficiente de caja* según lo regulado por la O.M. de 21 de febrero de 1991. Se instrumentan mediante anotaciones en cuenta en el Banco de España. Los CEBEs sólo pueden suscribirse por las entidades a las que afectaba el anterior tramo remunerado del coeficiente de caja. Tienen un interés del 6 por 100, y se amortizarán gradualmente hasta su definitiva cancelación el año 2000. En inglés: *Bank of Spain certificates of deposit*.

COBERTURA DE FUTUROS. En toda la operativa de los *mercados de futuros*, el comprador y el vendedor tienden a protegerse contra los aumentos y las disminuciones de precios, respectivamente. Para ello se compran futuros (en los mercados de futuros o por medio de los *forward contracts*) por las cantidades previsiblemente necesitadas de materias primas. Si el precio de la materia prima sube, el *futuro* vale más (al haberse estipulado un precio por debajo del que efectivamente llega a alcanzarse), y por tanto puede ser vendido con un beneficio. Si por el contrario, los precios de las materias primas bajan, el comprador siempre podrá adquirir otras para entregar los suministros (adquiridos a un precio menor al pactado por él en el *forward contract*), compensándose así de las pérdidas inicialmente calculables. Los vendedores pueden operar de forma análoga, en sentido contrario al explicado. Las compras y ventas de futuros se activan en

los momentos en que hay expectativas de inflación, y se realizan no solamente en los mercados de productos, sino también en los de cambios. En inglés: *hedging*.

DERIVADO. Instrumento financiero cuyo valor se basa en el de otro activo financiero. Por ejemplo, una *opción* o un *futuro* lo son porque se deriva del que tenga el *activo subyacente*. En inglés: *derivative*.

DESLOCALIZACIÓN. Traslado de la actividad fabril de algunas empresas a localizaciones que dispongan de alguna característica, como mano de obra barata, que mejore o abarate el proceso productivo. Suele producirse desde EE.UU. o países avanzados de Europa hacia el Extremo Oriente o Europa Oriental. Puede aplicarse también al cambio de la sede social a países o regiones que ofrezcan ventajas fiscales, como, en el caso de España, sucede con el País Vasco.

ESPACIO ECONÓMICO EUROPEO. Es la zona de libre comercio en formación entre los 15 países de la UE y de los países residuales de la EFTA. Su negociación se inició en 1989, a fin de mantener una relación económica lo más estrecha posible, tras el perfeccionamiento, el 1 de enero de 1993, del *Mercado Interior Único* de la CE. En inglés: *European Economic Space*.

FIAMM. Sigla de *Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario*. Son los fondos de inversión que deben constituir su patrimonio con activos financieros de renta fija contratados en el mercado monetario. La vida media de los activos de su cartera es, por tanto, muy reducida, lo que limita en gran medida el riesgo de interés, y garantiza una determinada liquidez. Su activo mínimo es de 1.500 millones de pesetas. En inglés: *Money market investment funds*.

FIM. Sigla de *fondos de inversión mobiliaria*. Su patrimonio lo constituyen activos financieros en el más amplio sentido, tanto de renta fija como variable, siempre que se coticen y se negocien en mercados organizados. En la práctica, y atendiendo a las especializaciones concretas configuradas por las correspondientes *entidades gestoras*, los fondos pueden ser: de renta fija (inversiones exclusivas en instrumentos de este

carácter); mixtos de renta fija (inversiones mayoritarias en renta fija); mixtos de renta variable (inversiones mayoritarias en títulos de esa clase); y de renta variable (inversiones exclusivas en renta variable, salvo las cuotas de liquidez, materializadas transitoriamente en activos monetarios). Tanto su reglamento de funcionamiento, como la *sociedad gestora* y la *depositaria*, deben ser aprobados por la CNMV. Las participaciones pueden expresarse en *certificados de participación* nominativos, o por *anotaciones en cuenta*. El capital mínimo es de 500 millones de pesetas. El 90 por 100 de su activo debe invertirse en valores admitidos a cotización en un país de la OCDE, representativos de deuda del Estado y del mercado hipotecario. El tipo impositivo que se aplica a los resultados es del 1 por 100. En caso de reembolso de participaciones, la diferencia entre el precio de reembolso y el de adquisición tiene la consideración de incremento o disminución de capital, por lo que no sufren retención. En inglés: *stock investments funds*.

FLAT. Palabra inglesa que se usa para indicar que no se adiciona ningún diferencial al tipo de interés de referencia. Se habla de un crédito al MIBOR flat, lo que equivale a decir que el tipo de interés es el MIBOR sin más.

FRA. Sigla empleada para los *future rate agreements*, instrumentos de cobertura (*hedging*) de intereses asimilable a un *swap* a corto plazo. Es un acuerdo al que llegan dos partes sobre la compra teórica de un *activo financiero* a un tipo fijado previamente, con un plazo de X meses, que comienza dentro de Y meses. Es compra teórica, porque al cabo de los Y meses, las partes se pagan, según proceda, la diferencia entre el tipo prefijado y el *MIBOR* de ese día por plazo de x meses. Se cotiza, por ejemplo, 3/9, fijando el tipo a seis meses que existirá dentro de tres. Existen los FRAs 1/3, 3/6, etc. Es un instrumento muy utilizado, para el que existen cotizaciones en el interbancario y que negocian los bancos entre ellos y con sus grandes clientes. Utilízase en inglés, y podría traducirse por *acuerdo sobre interés de futuros*.

IRS. Sigla de *Interest Rate Swap*. Véase *swap de intereses*.

NASDAQ. Es la sigla para hacer referencia a la “National Association of Securities Dealers Automated Quotations”, (Asociación nacional de agentes operadores de acciones según cotizaciones automáticas). Es un mercado de valores de EE.UU. que funciona fuera de las bolsas convencionales, sobre una base electrónica. Su centro neurálgico es un ordenador situado en Trumbull, Connecticut, que envía a los terminales de todo el mundo las cotizaciones, para que sobre ellas hagan operaciones los diversos agentes financieros. Después del *big-bang* de la bolsa de Londres, el NASDAQ está conectado con su equivalente británico el SEAQ. En tiempos, se pensó que podría llegar a sustituir a la bolsa de *Nueva York*; pero ésta ha mantenido su prestigio y su importancia, así como sus índices de cotizaciones bursátiles. Es, en cualquier caso, la segunda o tercera bolsa del mundo, junto con la de Tokio.

PUNTO BÁSICO. En finanzas, la centésima parte de un uno por cien, es decir, un uno por diez mil. En inglés: *basic point*.

REPO. Apócope de *repurchase agreement* (acuerdo de recompra, literalmente), o venta de títulos con precisamente ese pacto de recompra. Existen dos diferentes tipos de transacciones que reciben tal nombre. La más usual en Europa es la pura venta de títulos con compromiso de recomprarlos, al objeto de ganar un margen con la venta por parte del vendedor, y realizar una inversión por parte del comprador. Un segundo tipo, más utilizado en EE.UU., y de creciente uso entre los europeos, es la obtención de un préstamo por el tenedor de los títulos, usando éstos como garantía. Normalmente se realiza con *deuda pública*, por lo que se obtienen fondos a tipos de interés menores que en el interbancario. Es muy utilizado por los *fondos de inversión*, que aumentan su rentabilidad al hacer uso de sus inversiones en deuda pública como garantía. Utilízase la contracción en inglés de REPO.

SWAP DE INTERESES. Acuerdo entre dos partes, por el que una se compromete a pagarle a la otra un tipo de interés fijo sobre una cantidad nominal pactada; a cambio de recibir un tipo de interés variable sobre dicho nominal. Usualmente, no se realiza un intercambio de intereses, sino que sólo se paga la cantidad neta. Se recurre a este tipo de operaciones cuando una empresa, que tiene una deuda a interés fijo, quiere

convertirla en deuda a interés variable, o viceversa. La primera operación de esta clase la realizó el Continental Illinois Bank para el *Banco Mundial* en 1981. Se trata de una práctica ventajosa, especialmente cuando se da la circunstancia de que el margen entre los diferenciales sobre un tipo de referencia que obtienen las dos partes es superior o inferior a la diferencia entre los tipos de interés fijos que obtendrían. La empresa que obtenga un buen margen sobre el *LIBOR*, emitirá deuda a interés variable, y la permutará a tipo de interés fijo; beneficiándose así de un tipo inferior al que hubiese obtenido de emitir directamente a tipo fijo. En inglés: *interest rate swap*.

TIR (TASA INTERNA DE RENDIMIENTO). Es el tipo de descuento, a efectos de actualización, con el que se igualan los *flujos de caja* positivos y negativos de un proyecto de inversión o de operación financiera. Para que el proyecto sea rentable, la TIR debe ser superior al coste del capital empleado. También puede considerarse como el tipo de interés que, utilizado para descontar o actualizar los flujos de rendimiento de un bono o inversión, arroja un *valor actual neto cero*. Es uno de los métodos más utilizados para juzgar sobre la bondad de una inversión. En inglés: *internal rate of return (IRR)*.

(*) Fuente de estas definiciones: Ramón Tamames y Santiago Gallego, "Diccionario de Economía y Finanzas", Alianza Editorial, 12ª edición, Madrid, 1996.

ANEXO 2: ESTRUCTURA DEL TRATADO DE MAASTRICHT

En cualquier parcela de estudio de los temas europeos, y de manera muy especial en lo relativo a la UM, es preciso conocer la estructura del TUE, tal como quedó redactado después de Maastricht.

PRIMERA PARTE: PRINCIPIOS: Arts. 1, 2, 3, 3A, 4, 4A, 4B, 5, 6, (7), 7A/7C.

SEGUNDA PARTE: CIUDADANÍA DE LA UNIÓN: Arts. 8, 8A/8E

TERCERA PARTE: POLÍTICAS DE LA COMUNIDAD

TITULO I: LIBRE CIRCULACIÓN DE MERCANCIAS : Arts. 9, 10

CAPÍTULO 1: UNIÓN ADUANERA

Sección 1ª: Supresión de los derechos de aduana entre los Estados miembros: Arts. (12/16), 17, 18 , (19/24), 25, (26/27), 28, 29

Sección 2ª: Supresión de las restricciones cuantitativas entre los Estados miembros: Arts. 30, (31/33), 34, (35), 36, 37

TITULO II: AGRICULTURA: Arts. 38/43, (44/45), 46, 47

TITULO III: LIBRE CIRCULACIÓN DE PERSONAS, SERVICIOS Y CAPITALS

CAPÍTULO 1: TRABAJADORES: Arts. 48/51

CAPÍTULO 2: DERECHO DE ESTABLECIMIENTO: Arts. 52/58

CAPÍTULO 3: SERVICIOS: Arts. 59/66

CAPÍTULO 4: CAPITAL Y PAGOS: Arts. (67/73A), 73B/73E, (73H)

TÍTULO IV: TRANSPORTES: Arts. 74/81, (82), 83, 84

TÍTULO V: NORMAS COMUNES SOBRE COMPETENCIA, FISCALIDAD Y APROXIMACIÓN DE LEGISLACIONES

CAPÍTULO 1: NORMAS SOBRE COMPETENCIA

Sección 1ª: Disposiciones aplicables a las empresas: Arts. 85/87, (88), 89, 90

Sección 2ª: Prácticas de *dumping*: Arts. (91)

Sección 3ª: Ayudas otorgadas por los Estados: Arts. 92/94

CAPÍTULO 2: DISPOSICIONES FISCALES: Arts. 95, 96, (97), 98, 99

CAPÍTULO 3: APROXIMACIÓN DE LAS LEGISLACIONES: Arts. 100, 100A/100D, 101, 102

TÍTULO VI: POLÍTICA ECONÓMICA Y MONETARIA

CAPÍTULO 1: POLÍTICA ECONÓMICA: Arts. 102A, 103, 104, 104A/104C

CAPÍTULO 2: POLÍTICA MONETARIA: Arts. 105, 105A, 106/108, 108A, 109

CAPÍTULO 3: DISPOSICIONES INSTITUCIONALES: Arts. 109A/109D

CAPÍTULO 4: DISPOSICIONES TRANSITORIAS: Arts. 109E/109M

TÍTULO VII: POLÍTICA COMERCIAL COMÚN: Arts.: 110, (111), 112, 113, (114*), 115, (116*)*

TÍTULO VIII: POLÍTICA SOCIAL, DE EDUCACIÓN PROFESIONAL Y DE JUVENTUD

CAPÍTULO 1: DISPOSICIONES SOCIALES: Arts. 117, 118, 118A, 118B, 119/125

CAPÍTULO 2: LA FUNDACIÓN SOCIAL EUROPEA: Arts. 123/125

CAPÍTULO 3: EDUCACIÓN, FORMACIÓN PROFESIONAL Y JUVENTUD: Arts. 126/127

TÍTULO IX: *CULTURA*: Arts. 128

TÍTULO X: *SALUD PÚBLICA*: Arts. 129

TÍTULO XI: *PROTECCIÓN DE LOS CONSUMIDORES*: Arts. 129A

TÍTULO XII: *REDES TRANSEUROPEAS*: Arts. 129B/129D

TÍTULO XIII: *INDUSTRIA*: Arts. 130

TÍTULO XIV: *COHESIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL*: Arts. 130A/130E

TÍTULO XV: *INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO TECNOLÓGICO*: Arts.
130F/130P, (130Q*)

TÍTULO XVI: *MEDIO AMBIENTE*: Arts.: 130R/130T

TÍTULO XVII: *COOPERACIÓN AL DESARROLLO*: Arts. 130U/130Y

**CUARTA PARTE: ASOCIACIÓN DE LOS PAÍSES Y TERRITORIOS DE
ULTRAMAR: Arts. 131/136, 136 bis**

QUINTA PARTE: INSTITUCIONES DE LA COMUNIDAD

TÍTULO I: DISPOSICIONES INSTITUCIONALES

CAPÍTULO 1: INSTITUCIONES

Sección 1ª: El Parlamento Europeo: Arts. 137, 138, 138A/138D,
139/144

Sección 2ª: El Consejo: Arts. 145/148, (149*), 150/154

Sección 3ª: La Comisión: Arts. 155/163

Sección 4ª: El Tribunal de Justicia: Arts. 164/168, 168A, 169/188

Sección 5ª: El Tribunal de Cuentas: Arts. 188A/188C

CAPÍTULO 2: DISPOSICIONES COMUNES A VARIAS INSTITUCIONES: Arts. 189, 189A/189C, 190, 191, 192

CAPÍTULO 3: EL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL: Arts. 193/198

CAPÍTULO 4: EL COMITÉ DE LAS REGIONES: Arts. 198A/198C

CAPÍTULO 5: EL BANCO EUROPEO DE INVERSIONES: Arts. 198D, 198E

TITULO II: DISPOSICIONES FINANCIERAS: Arts.: 199, (200), 201, 201A, 202/206, (206 bis y ter*), 207, (208), 209, 209A*

SEXTA PARTE: DISPOSICIONES GENERALES Y FINALES: Arts. 210, 211, (212), 213/217, (218), 219/225, (226), 227, 228, 228A, 229/235, (236 y 237), 238/240

CONSTITUCIÓN DE LAS INSTITUCIONES: Arts. (241/246)

DISPOSICIONES FINALES: Arts. 247, 248

* * *

ANEXOS AL TRATADO DE MAASTRICHT

Anexo I. Listas A a G previstas en los arts. 19 y 20 del Tratado.

Anexo II. Lista prevista en el art. 38 del Tratado.

Anexo III. Lista de transacciones invisibles prevista en el art. 73 H del Tratado.

Anexo IV. Países y territorios de ultramar a los que se aplican las disposiciones de la Cuarta Parte del Tratado.

PROTOCOLOS DEL TRATADO DE MAASTRICHT

1. Protocolo sobre los Estatutos del Banco Europeo de Inversiones.
2. Protocolo sobre el Estatuto del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea.
3. Protocolo sobre los privilegios y las inmunidades de las Comunidades Europeas.

4. Protocolo sobre el régimen especial aplicable a Groenlandia.
5. Protocolo relativo a determinadas disposiciones sobre adquisición de bienes inmuebles en Dinamarca.
6. Protocolo sobre el art. 119 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.
7. Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.
8. Protocolo sobre los Estatutos del Instituto Monetario Europeo
9. Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit público excesivo
10. Protocolo sobre los criterios de convergencia previstos en el art. 109 J del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.
11. Protocolo sobre Dinamarca (UEM).
12. Protocolo sobre Portugal (UEM).
13. Protocolo sobre la transición a la 3ª fase de la Unión Económica y Monetaria.
14. Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte (UEM).
15. Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas a Dinamarca (UEM).
16. Protocolo sobre Francia (UEM).
17. Protocolo relativo a la Política social (y Acuerdo sobre la Política social celebrado entre los Estados miembros de la Comunidad Europea a excepción del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte).
18. Protocolo sobre la cohesión económica y social.
19. Protocolo sobre el Comité Económico y Social y sobre el Comité de las Regiones.
20. Protocolo anexo al Tratado de la Unión Europea y a los Tratados constitutivos de las Comunidades Europeas.

DECLARACIONES DEL TRATADO DE MAASTRICHT

1. Declaración del gobierno del Reino Unido sobre la definición del término "nacionales" (de 1981).
2. Declaración sobre el Tribunal de Justicia (de 1986).
3. Declaración sobre el art. 8A del TCEE (de 1986).
4. Declaración sobre el art. 100A del TCEE (de 1986).
5. Declaración sobre el art. 100B del TCEE (de 1986).
6. Declaración sobre el apdo. 2 del art. 118A del TCEE (de 1986).
7. Declaración sobre el art. 130R del Tratado (1986).
8. Declaración sobre las competencias de ejecución de la Comisión (de 1986).
9. Declaración del gobierno del Reino de Dinamarca sobre el art. 100A del TCE (de 1986).
10. Declaración relativa a la protección civil, energía y turismo (de 1992).
11. Declaración relativa a la nacionalidad de un Estado miembro (de 1992).
12. Declaración relativa a los Títulos III y VI de la Tercera Parte del TCE (de 1992).

13. Declaración relativa al Título VI de la Tercera Parte del TCE (de 1992).
14. Declaración relativa a la cooperación monetaria con países no comunitarios (de 1992).
15. Declaración relativa a las relaciones monetarias con la República de San Marino, el Estado de la Ciudad del Vaticano y el Principado de Mónaco (de 1992).
16. Declaración relativa al art. 73D del TCE (de 1992).
17. Declaración relativa al art. 109 del TCE (de 1992).
18. Declaración relativa al Título XVI de la Tercera Parte del TCE (de 1992).
19. Declaración relativa a los arts. 109, 130R y 130Y del TCE (de 1992).
20. Declaración relativa a la Directiva de 24.11.1988 (emisiones) (de 1992).
21. Declaración relativa al Fondo Europeo de Desarrollo (de 1992).
22. Declaración relativa al cometido de los Parlamentos Nacionales en la Unión Europea (de 1992).
23. Declaración relativa a la Conferencia de los Parlamentos (de 1992).
24. Declaración relativa al número de miembros de la Comisión y del Parlamento Europeo (de 1992).
25. Declaración relativa a la jerarquía de los actos comunitarios (de 1992).
26. Declaración relativa al derecho de acceso a la información (de 1992).
27. Declaración relativa a los costes estimados de las propuestas de la Comisión (de 1992).
28. Declaración relativa a la aplicación del Derecho comunitario (de 1992).
29. Declaración relativa a la evaluación de las repercusiones de las medidas comunitarias sobre el medio ambiente (de 1992).
30. Declaración relativa al Tribunal de Cuentas (de 1992).
31. Declaración relativa al Comité Económico y Social (de 1992).
32. Declaración relativa a la protección de los animales (de 1992).
33. Declaración relativa a la representación de los intereses de los países y territorios de ultramar a que se refieren el apdo. 3 y las letras a) y b) del apdo. 5 del art. 227 del TCE (de 1992).
34. Declaración relativa a las regiones ultraperiféricas de la Comunidad (de 1992).
35. Declaración relativa a los litigios entre el BCE y el IME, por una parte, y sus agentes, por otra (de 1992).
36. Declaración de las altas partes contratantes en el TUE sobre el Protocolo anejo al TUE y a los Tratados constitutivos de las Comunidades Europeas (de 1992).
37. Declaraciones al Acuerdo anejo al Protocolo sobre Política social (de 1992).
38. Declaración sobre residencias secundarias (de 1994).
39. Declaración sobre procedimientos institucionales del Tratado de adhesión (de 1994).
40. Declaración de los Estados miembros actuales y Austria sobre la libre circulación de trabajadores (de 1994).
41. Declaración de los Estados miembros actuales y Finlandia sobre el transporte de residuos radioactivos (de 1994).
42. Declaración sobre las Islas Aland (de 1994).

ANEXO 3: REGLAMENTOS DEL CONSEJO SOBRE EL EURO

PROYECTO DE REGLAMENTO DEL CONSEJO SOBRE ALGUNAS DISPOSICIONES RELATIVAS A LA INTRODUCIÓN DEL EURO

Parte I

DEFINICIONES

Artículo 1

A los efectos de este Reglamento:

- “instrumentos jurídicos” significará disposiciones legales, actos de la administración, decisiones judiciales, contratos, actos legales unilaterales, instrumentos de pago distintos de billetes de banco y monedas y otros instrumentos que tengan efecto legal;
- “tipos de conversión” significará los tipos de conversión fijos e irrevocables adoptados por el Consejo conforme al Artículo 109 1(4), primera frase del Tratado ;
- “unidades monetarias nacionales” significará las unidades de las monedas de los Estados Miembro participantes sin alteración de como sean definidas en su respectiva legislación monetaria el día anterior al del inicio de la tercera fase ;
- “unidad euro” significará la unidad de la moneda única adoptada irrevocablemente por los Estados Miembro el 1.1.1999.

Artículo 2

(1) Desde el 1.1.1999, toda referencia contenida en un instrumento jurídico al ECU, que esté definido según el Artículo 109 g del Tratado y según se define en el

Reglamento del Consejo (CE) No. 3320/94, se sustituye por la referencia al euro al tipo de un euro por cada ECU. Las referencias contenidas en un instrumento jurídico al ECU, sin definición semejante, se asumirán como referencias al ECU según se hace en el Artículo 109 g CE y según se define en el Reglamento del Consejo (CE) No. 3320/94.

(2) Desde el 1.1.1999 queda derogado el Reglamento del Consejo (CE) no. 3320/94.

Artículo 3

La introducción del euro no tendrá el efecto de alterar término alguno de un instrumento jurídico, o de rescindir las responsabilidades exigidas en un instrumento jurídico. Esta disposición se encuentra sujeta a cuanto las partes hayan podido convenir.

Artículo 4

(1) Los tipos de conversión se adoptarán como un euro expresado en término irrevocable de cada moneda nacional de un Estado miembro. Los tipos de conversión se adoptarán con seis cifras significativas.

(2) Los tipos de conversión no se redondearán o truncarán al efectuar conversiones.

(3) Los tipos de conversión deberán ser usados en ambos sentidos entre la unidad euro y las unidades de moneda nacional. Otras tasas derivadas de los tipos de conversión no deben ser usadas.

(4) Para convertir cantidades monetarias de una unidad de moneda nacional a otra deberán, primero, ser convertidas a cantidades expresadas en unidad euro,

redondeadas al tercer decimal, y, posteriormente, convertidas a la otra unidad de moneda nacional.

Artículo 5

Para abonar o contabilizar cantidades monetarias cuando se efectúe un redondeo después de una conversión a la unidad cero, de acuerdo con el artículo 4, se redondearán, al alza o a la baja, al céntimo más próximo. Las cantidades monetarias convertidas a moneda nacional serán redondeadas a la sub-unidad más próxima ; en ausencia de sub-unidad a la unidad más próxima, o, conforme a las prácticas nacionales al múltiplo o fracción de la sub-unidad o unidad de la moneda nacional. Si la aplicación del tipo de conversión arroja un resultado situado exactamente en el punto medio, la suma se redondeará al alza.

Artículo 6

Este Reglamento entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el Boletín Oficial.

Este Reglamento será obligatorio en su totalidad y directamente aplicable en todos los Estados Miembro.

**PROYECTO DE REGLAMENTO DEL CONSEJO
PARA LA INTRODUCCIÓN DEL EURO**

Parte I

DEFINICIONES

Artículo 1

A los efectos de este Reglamento:

- “Estados Miembros participantes” significará (Países A,B...)
- “Instrumentos jurídicos” significará disposiciones legales, actos de la administración, decisiones judiciales, contratos, actos legales unilaterales, instrumentos de pago distintos de billetes de banco y monedas y otros instrumentos que tengan efecto legal.
- “Tipos de conversión” significará los tipos de conversión fijos e irrevocables adoptados por el Consejo conforme al Artículo 109 1 (4) primera frase del Tratado.
- “Unidad euro” significará la unidad monetaria que se define en la segunda frase del Artículo 2.
- “Unidades monetarias nacionales” significará las unidades de las monedas de los Estados Miembro participantes como están definidas en su respectiva legislación monetaria el día anterior al del inicio de la tercera fase.
- “Periodo transitorio” significará el plazo que se inicia el 1.1. 1999 y que finaliza el 31.12.2000, como máximo.

- "Mercados organizados" significará las organizaciones establecidas para el intercambio, la compensación y liquidación de instrumentos enumerados en sección B del anexo de la Directiva 93/22/CEE sobre los servicios de inversiones en campo de las finanzas, debiendo incluir sistemas normalizados de cambio, compensación y liquidación de instrumentos de pago.

Parte II

SUSTITUCIÓN DE LAS MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBRO POR EL EURO

Artículo 2

La moneda de los Estados Miembro participantes será el euro. La unidad monetaria será un euro. Un euro se dividirá en cien céntimos.

Artículo 3

El euro sustituirá a las monedas de los Estados Miembro Participantes a los tipos de conversión que a tal efecto se establezcan.

Artículo 4

El euro constituirá la unidad de cuenta del Banco Central Europeo (BCE) y de los bancos centrales de los Estados Miembro Participantes.

Parte III

DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Artículo 5

Durante el período transitorio se aplicarán los Artículos 6 a 9.

Artículo 6

(1) El euro se dividirá asimismo en unidades de las monedas nacionales conforme a los tipos de conversión. Se mantendrá toda subdivisión a ese respecto. Sin perjuicio de los preceptos de este Reglamento, continuará aplicándose la legislación monetaria de los Estados Miembro participantes.

(2) Cuando en un instrumento jurídico se haga referencia a la unidad de una moneda nacional, dicha referencia será tan válida como si tal referencia se hiciera a la unidad euro.

Artículo 7

La sustitución de las monedas de los Estados Miembro participantes por el euro no tendrá, por sí sola, el efecto de alterar la denominación de los instrumentos jurídicos vigentes a la fecha de la sustitución.

Artículo 8

(1) Los actos que hayan de realizarse conforme a instrumentos jurídicos que establezcan el uso de una unidad monetaria nacional se llevarán a efecto en esa unidad monetaria nacional. Los actos que hayan de realizarse conforme a instrumentos jurídicos que establezcan el uso de la unidad euro se llevarán a efecto en esa unidad.

(2) Los preceptos del apartado 1 se encuentran sujetos a cuanto las partes hayan podido convenir.

(3) No obstante los preceptos del apartado (1), todo importe denominado en la unidad cero o en la unidad monetaria nacional de un determinado Estado Miembro participante y pagadero en ese Estado Miembro mediante el abono a una cuenta del acreedor, podrá ser abonado por el deudor en la unidad euro, o en aquella unidad monetaria nacional en la que está denominada la cuenta acreedora, efectuándose toda conversión a los tipos fijados.

(4) Teniendo en cuenta las disposiciones del párrafo 1, cada Estado Miembro participante podrá adoptar las medidas necesarias para:

- Redenominar en la unidad euro las deudas pendientes denominadas en unidad monetaria nacional ; este precepto se aplicará a fianzas y deudas garantizadas.

- Permitir que los mercados organizados cambien las unidades de cuenta de sus procesos operativos de la unidad monetaria nacional a la unidad euro.

(5) Los Estados Miembro participantes sólo deberán adoptar otras disposiciones, además de las del párrafo 4, que establezcan la utilización de la unidad euro conforme a los calendarios establecidos por la legislación comunitaria.

(6) Los preceptos jurídicos nacionales que permitan o impongan el cálculo "netting" (valor neto), "set off" (por compensación), o técnicas que tengan efectos similares, se aplicarán a obligaciones monetarias prescindiendo de la denominación de la moneda, si ésta se encuentra expresada en el euro o en una unidad monetaria nacional, efectuándose toda conversión a los tipos fijados.

Artículo 9

Los billetes de banco y las monedas denominados en una unidad monetaria nacional mantendrán su estatus de curso legal dentro de los actuales límites territoriales como el último día antes de la tercera fase.

Parte IV

BILLETES Y MONEDAS EURO

Artículo 10

A partir del 1 de enero del 2002, como máximo, el BCE y los bancos centrales de los Estados Miembro participantes pondrán en circulación billetes denominados en euros. No obstante lo establecido en el artículo 15, tales billetes serán los únicos que tendrán el carácter de moneda de curso legal en todos los Estados Miembro.

Artículo 11

A partir del 1 de enero del 2002, los Estados Miembro participantes emitirán monedas denominadas en euro o en céntimos y cumplirán las denominaciones y especificaciones técnicas que pueda establecer el Consejo, según el artículo 105 a (2) según frase del Tratado. No obstante lo establecido en el artículo 15, tales monedas constituirán las únicas que tengan el carácter de moneda de curso legal en todos esos Estados Miembro. Excepción hecha de la autoridad emisora y de las personas expresamente designadas por la legislación nacional del Estado Miembro emisor, nadie estará obligado a aceptar más de cincuenta monedas en un sólo pago.

Artículo 12

Los Estados Miembro participantes establecerán adecuadas sanciones contra la falsificación de los billetes y las monedas.

Parte V

DISPOSICIONES FINALES

Artículo 13

Los artículos 14-16 serán de aplicación a partir del término del período transitorio.

Artículo 14

Cuando en instrumentos jurídicos existentes al término del período transitorio se haga referencia a unidades monetarias nacionales, tales referencias se interpretarán como referencias a la unidad euro, de conformidad con el correspondiente tipo de conversión, y calculados de acuerdo con los redondeos impuestos en las normas de regulación.

Artículo 15

Los billetes de banco y las monedas denominadas en una unidad monetaria nacional, según refiere el artículo 6 (1), permanecerán como moneda de curso legal en sus respectivos límites territoriales hasta seis meses después del término del período transitorio, como máximo; dicho plazo podrá ser reducido mediante legislación nacional.

Artículo 16

Conforme a la legislación o práctica de los Estados Miembro participantes, los respectivos emisores de billetes de banco y monedas continuarán aceptando, contra el euro y al tipo de conversión, los billetes de banco y las monedas que hayan emitido previamente.

Parte VI

ENTRADA EN VIGOR

Artículo 17

Este Reglamento entrará en vigor el primero de enero de 1999.

Este Reglamento será obligatorio en su totalidad y directamente aplicable en todos los Estados Miembro.

ISBN 84-922814-0-5



9 788492 281404

