

# LA UEM: RETOS, CONDICIONES Y ESTADO DEL PROYECTO (\*)

Jean-François PONS

## INTRODUCCION

Intentaré, en este artículo, responder a tres preguntas:

La primera de ellas se refiere a los costes y beneficios: ¿está justificada la unión económica y monetaria?

Más allá de las discusiones o divergencias que subsisten todavía entre los países miembros sobre la concepción definitiva de la UEM o el contenido y la duración del período de transición, es importante no perder de vista el objetivo final. Podríamos, en efecto, tener la sensación de que el debate está a menudo más centrado en las dificultades —con frecuencia sobreestimadas— de un proceso de unión rápido que en los riesgos y costes, sin duda más reales e inmediatos, del *statu quo*, que puede conducir a la desunión económica y monetaria. Por esta razón, me parece necesario insistir, en una primera parte, sobre los argumentos más importantes a favor de la consecución de un proyecto de UEM completa, último escalón del mercado único y condición de su éxito.

La segunda pregunta surge de manera obvia: ¿es la UEM factible en un futuro próximo?

Aun desmarcándose de la tesis llamada de «coronación», según la cual una convergencia perfecta de las economías es un requisito previo a cualquier avance hacia la unión (y debiéndose matizar esta tesis a partir de la historia del SME en los años ochenta), el debate actual sobre la UEM concede un lugar de privilegio al progreso de esta convergencia y a las condiciones de acceso a las diferentes etapas. Es ciertamente difícil fijar en teoría el grado de convergencia requerido para realizar una unión monetaria, y la historia no aporta ningún tipo

de enseñanzas al respecto: la constitución de las uniones monetarias existentes, en Estados Unidos o en otros lugares, no ha podido evitar este tipo de preocupación (ausente, por otra parte, en la unificación monetaria alemana). En el caso de la UEM, todos los países miembros coinciden en el principio de que la estabilidad de la unión supone, *ex ante*, un alto grado de convergencia de las magnitudes económicas y monetarias. Hay que subrayar que estas exigencias responden a la voluntad de los países miembros de lograr una unión en la que los gobiernos nacionales conserven lo esencial de sus competencias económicas y presupuestarias. En este sentido, la unión económica y monetaria europea es única, y se distingue de las federaciones existentes; pero los riesgos de externalidad asociados a este modelo implican precisamente una disciplina estricta.

Finalmente, la última pregunta se refiere al desarrollo del proyecto.

Desde el inicio de la CIG-UEM, en diciembre de 1990, los observadores no han dejado de subrayar las divergencias más «inmediatas», concernientes, por ejemplo, a la sustitución del actual ecu, a la naturaleza de la institución monetaria que será creada en 1994, a «la Europa de dos velocidades», etcétera. Esto parece dejar de lado el rápido avance de las negociaciones en las que todos los países (incluido el Reino Unido, aunque se mantenga reservado respecto al objetivo de la moneda única) han tomado parte activa, y el hecho de que ya se ha llegado a un amplio acuerdo sobre, digamos, un 90 por 100 de las principales disposiciones de la etapa tercera a inscribir en el Tratado de Roma. Describiré en esta última parte la concepción global de la tercera etapa de la UEM, antes de abordar el problema de la transición y de destacar el papel que puede tener el ecu en este proceso.

## I. LA OPORTUNIDAD DE LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA

### 1. La UEM es el complemento natural del mercado único

#### 1.1. La consecución del gran mercado y las «incompatibilidades»

No tiene sentido abrir de nuevo en Europa el muy académico debate sobre la justificación de la unión monetaria, aunque algunos teóricos, apoyándose en la teoría de las zonas monetarias óptimas (en su versión inicial), argumenten todavía que la integración económica y monetaria es incompatible con el mantenimiento de cambios flexibles y de políticas monetarias independientes. Generalmente, se admite que los progresos realizados en materia de convergencia en el marco del SME, la interpenetración de las economías de la zona y la creciente homogeneidad de sus estructuras económicas financieras limitan hoy día los costes potenciales de la UEM; de hecho, estos últimos se han tenido en cuenta en el informe de la Comisión sobre los costes y beneficios («Mercado único, moneda única»). Por lo demás, la estabilidad cambiaria es ya un hecho logrado o reivindicado por los países miembros, que han renunciado *de facto* a manejar el instrumento de los tipos de cambio. La antigua concepción de las zonas monetarias óptimas, que esencialmente se centra en la movilidad de los factores reales (trabajo y capital físico) y establece como principio que la flexibilidad de los tipos de cambio asegura un ajuste óptimo de los precios e intercambios internacionales, parece haber sido condenada por la historia monetaria reciente.

Se impone una concepción más amplia y dinámica que nos obliga a tener en cuenta el conjunto de costes y beneficios, y a volver a situar a la UEM en la perspectiva de un espacio económico y financiero completamente integrado. La última segmentación, la de los tipos de cambio, ya no se justifica; puede incluso ocasionar fenómenos de inestabilidad ligados a sustituciones de divisas o a la deslocalización de las actividades financieras. Frente a estos riesgos, y a las dificultades a las que, cada vez más, se enfrentarán las autoridades monetarias nacionales, la única solución es la centralización de las opciones monetarias. Un espacio monetario y financiero integrado no puede ser regulado más que a escala comunitaria, y la moneda única permite resolver el problema clásico de incompatibilidad entre libertad de movimientos de capitales, fijeza (o incluso cuasi-fijeza) de los tipos de cambio y autonomía de las políticas monetarias. Las divergencias actualmente observadas por las autorida-

des nacionales en la conducta de los tipos de interés, tras el *shock* de la unidad alemana, anuncian futuras tensiones si no se avanza rápidamente hacia la tercera etapa.

#### 1.2. Las expectativas de los agentes económicos

Las encuestas realizadas entre los agentes económicos muestran que éstos perciben correctamente la lógica de conjunto descrita anteriormente. Así, los directores de empresas, pequeñas o grandes, interrogados por encargo de la AUME o de la Comisión, no conciben un mercado único sin moneda única. La ausencia de una clara señal anunciando la UEM implica el riesgo de hipotecar el impacto global de 1992, e incluso entrañaría un retroceso si las empresas no pudieran integrar esta perspectiva en sus estrategias y previsiones.

Pero la petición de una moneda única no es —afortunadamente— exclusiva de las empresas. Según una encuesta recientemente realizada por la AUME a ciudadanos de los doce países miembros, un 61 por 100 se mostró claramente a favor de la sustitución de su moneda nacional por el ecu en un período de cinco a seis años (solamente los británicos y daneses se muestran mayoritariamente en desacuerdo). Y lo que es más interesante aún, para los ciudadanos europeos prima la estabilidad monetaria y el refuerzo de la Comunidad y del mercado único, como las consecuencias más importantes de la adopción de esta moneda única, sobre los aspectos más prácticos (viajes, facilidades, ahorros en los gastos de cambio).

### 2. Las ventajas de una UEM consumada

La evaluación de los costes y beneficios de la UEM es un ejercicio pesado y complejo por la variedad de mecanismos, canales de transmisión e incertidumbres en cuanto a las políticas macroeconómicas que lo acompañan. Estas dificultades metodológicas explican por qué la UEM no se presta a una estimación agregada (en contra del informe Cecchini sobre 1992).

Para empezar, es preciso distinguir entre una ganancia directa o «estática», ligada a la eliminación de los costes de transacción y estimada en alrededor de un 0,5 por 100 del PNB comunitario actual (aproximadamente 20.000 millones de ecus), y unas ganancias indirectas o «dinámicas», potencialmente superiores, pero más difíciles de cifrar, ya que no existe una experiencia reciente de creación de un espacio económico y monetario completamente integrado, y su impacto sobre los comportamientos de los agentes económicos des-

cansa necesariamente sobre un conjunto de hipótesis.

El estudio de la Comisión ha identificado cinco impactos principales de la UEM:

a) Estabilidad de los precios: la constitución de una unión monetaria implica la puesta en marcha, por parte de una autoridad monetaria independiente, de una política monetaria común cuyo objetivo prioritario sea la estabilidad de los precios. Los países inflacionarios se beneficiarán de la credibilidad de esta política para reducir la inflación con un coste menor que el actual. El resto verá reducirse el riesgo de inflación importada ligado al actual mecanismo de cambio.

b) Aumento de la eficacia de la economía, que favorecerá el crecimiento: la UEM implicará economías directas ligadas, principalmente, a la supresión de los costes de transacción, economías indirectas resultantes de la transparencia perfecta de los precios y la eliminación del riesgo de cambio. Estas economías favorecerán la integración efectiva de los mercados y la movilidad de los factores de producción.

c) Gestión más eficaz de las finanzas públicas: una unión monetaria comprometida sin ambigüedad en un objetivo de estabilidad de los precios excluirá todo recurso a financiaciones privilegiadas y conducirá a los gobiernos a adoptar unas políticas presupuestarias más coherentes con esta disciplina de mercado. A cambio, la participación en la unión monetaria ayudará a ciertos países a reducir la carga real de los intereses de su deuda pública y el propio nivel del déficit.

d) Impacto favorable sobre el empleo y el desarrollo equilibrado de las regiones, partiendo de la hipótesis de que la pérdida de flexibilidad de los tipos de cambio nominales (que, de hecho, ha resultado ser ineficaz) permitirá que las variaciones de los tipos de cambio reales subsistan: es decir, que las diferencias de precios relativos y de costes de mano de obra facilitarán los ajustes en el interior de la zona. Por su impacto sobre la movilidad de los factores, la UEM favorecerá la reabsorción de los desequilibrios regionales con la ayuda de mecanismos estructurales comunitarios destinados a compensar progresivamente los retrasos iniciales.

e) Papel creciente de la Comunidad en la economía mundial. El ecu, moneda de la primera potencia industrial y comercial del mundo, tendrá un peso análogo al del dólar y el yen; la Comunidad estará mejor situada para negociar un sistema monetario internacional equilibrado. Las autoridades monetarias podrán ahorrar una parte de sus reser-

vas actuales y obtener ganancias de señoría a escala internacional.

Tres observaciones para terminar este tema:

- Una parte de las ventajas de la UEM, especialmente en términos de estabilidad de cambios y de convergencia, pudiera ser percibida desde hoy si los países miembros se comprometen de manera fiable en el proceso de unión y envían a los agentes económicos un mensaje claro, sobre todo en lo concerniente al futuro del ecu. La mejora de la estabilidad macroeconómica es un proceso continuo desde la creación del SME (véase gráfico 1).

- Existe una asimetría temporal entre costes y beneficios. La Comunidad soporta hoy en día los costes de ajuste, ligados a la incertidumbre del tipo de cambio; ya no existe una soberanía monetaria nacional real y el ajuste mediante los tipos de cambio ha mostrado sus límites. En contrapartida, los beneficios de la UEM no serán, en esencia, percibidos hasta la tercera etapa, con la introducción de la moneda única. Estas consideraciones muestran la conveniencia de una rápida transición.

- Finalmente, la evaluación de los impactos regionales muestra que la UEM es un juego de suma positiva —todos los países deben beneficiarse en una u otra medida— y que la distribución de costes y beneficios debería ser favorable a las zonas que hoy en día se encuentran menos desarrolladas.

## II. LA CONVERGENCIA: ESTADO ACTUAL Y PERSPECTIVAS

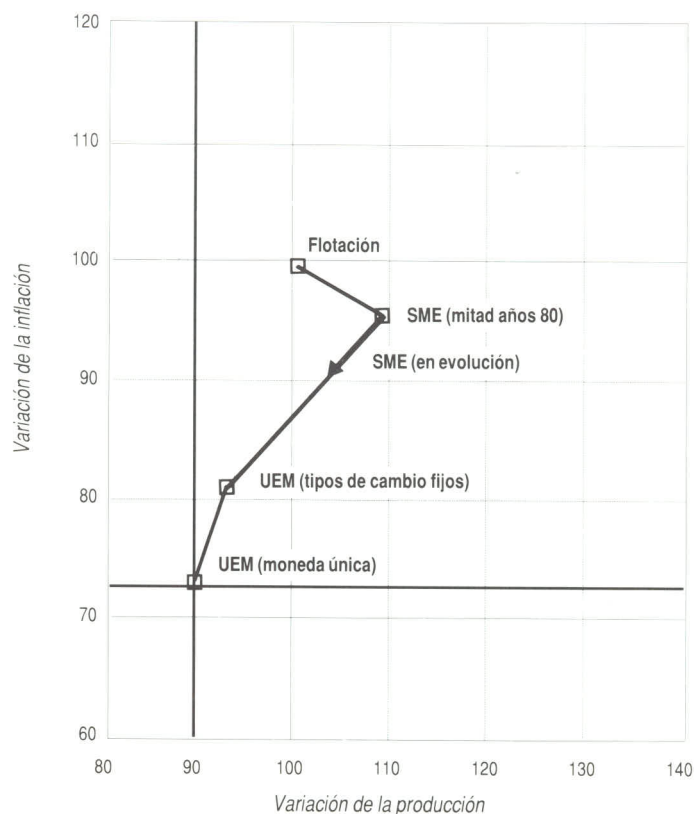
### 1. Los logros del SME

Es necesario comenzar recordando los progresos realizados, desde el inicio de los años ochenta (véase cuadro núm. 1), por los «siete viejos de la banda estrecha» (Italia no forma parte de estos últimos desde finales de 1989): diferenciales de precios y de costes salariales divididos por tres entre 1984 y 1990; inflación alineada, hasta 1990, con la de Alemania, alrededor del 3 por 100; balanzas corrientes en superávit o en ligero desequilibrio. Estos países constituyen cerca del 70 por 100 del PIB comunitario y podrían plantearse el acceso inmediato a la tercera etapa de la UEM. La unificación alemana ha modificado las posiciones relativas en el interior de este grupo por lo que respecta a los resultados nominales en 1991 y 1992 (véase cuadro núm. 2), sin consecuencias negativas, por el momento, para los demás países.

Al margen de Portugal, y sobre todo de Grecia, todavía en fase de saneamiento y recuperación,

Gráfico 1

### LA ESTABILIDAD MACROECONOMICA EN LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA



*Nota:* Este gráfico pone de manifiesto la variación de la producción (PIB) y de la inflación para la media comunitaria bajo la forma de índices, tal como resultan de simulaciones estocásticas. La posición de cada uno de los cuatro regímenes («flotación libre», «SME», «UEM asimétrica» y «UEM») corresponde a una intersección entre una curva de arbitraje producción/inflación, que es función del régimen, y una curva de preferencia, que se desplaza.

*Fuente:* Simulaciones estocásticas efectuadas con la ayuda del modelo Multimod del FMI bajo la responsabilidad de los servicios de la Comisión. El PIB se expresa en forma de desviación en puntos porcentuales en relación a su valor de referencia; la inflación se mide como desviación en puntos porcentuales, en relación con las tasas de inflación de referencia. Los índices utilizados en el gráfico se obtienen calculando la media de los cuadrados de las desviaciones para 43 simulaciones en el período 1990-1999 y extrayendo la raíz cuadrada. Los índices resultan de dividir este resultado por la raíz cuadrada de la desviación cuadrática media para el régimen de flotación libre y multiplicarlo por 100.

Índices: medias comunitarias,  
flotación libre = 100

**CUADRO NUM. 1**  
**INDICADORES DE CONVERGENCIA ECONOMICA**  
(Comunidad Europea)

		Bélgica	Dinamarca	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia	Luxemburgo	Holanda	Portugal	Reino Unido	CE-12
Deflactor del consumo privado (variación anual en porcentaje)	1980	6,4	10,7	5,8	21,9	16,5	13,3	18,6	20,4	7,6	6,9	21,6	16,2	13,5
	1991	3,2	2,4	3,5	18,0	5,9	3,1	3,0	6,3	3,5	2,8	11,5	6,5	5,0
Déficit presupuestario (en porcentaje del PIB)	1980	-9,2	-3,3	-2,9	—	-2,6	0,0	-12,7	-8,6	-0,4	-4,0	—	-3,4	—
	1991*	-6,5	-1,3	-4,6	-15,3	-2,7	-1,6	-3,8	-10,1	+1,6	-4,8	-5,5	-2,2	-4,6
Deuda pública (en porcentaje del PIB)	1980	128,1	62,3	45,4	86,0	44,5	37,3	97,4	103,3	4,7	78,8	63,8	44,5	60,0
	1991*	128,1	62,3	45,4	86,0	44,5	37,3	97,4	103,3	4,7	78,8	63,8	44,5	60,0
Balanza corriente (en porcentaje del PIB)	1980	-4,3	-3,7	-1,7	0,5	-2,4	-0,6	-11,8	-2,2	18,7	-1,5	-5,9	1,5	-1,2
	1991*	1,1	1,6	-0,1	-5,0	-2,9	-0,9	2,2	-1,3	26,4	4,0	-1,2	-1,1	-0,6
PIB por habitante (CE-12 = 100)	1980	104,2	108,1	113,8	58,2	73,4	111,8	64,1	102,6	116,0	111,1	55,1	101,1	100
	1989	102,3	106,5	112,7	54,2	75,8	108,8	67,1	103,7	125,8	103,0	55,0	106,3	100

(\*) Previsiones de la Comisión. Abril 1991.

**CUADRO NUM. 2**  
**CONVERGENCIA ECONOMICA TRAS EL RESULTADO DE LA PRIMERA ETAPA**  
**(11 de junio de 1991)**

A) TASAS DE INFLACION (Precio deflactor del consumo privado)					B) PIB A PRECIOS DE MERCADO CONSTANTES (Porcentaje de cambio anual)				
	1989	1990	1991	1992		1989	1990	1991	1992
Bélgica .....	3,5	3,5	3,2	3,6	Bélgica .....	3,9	3,7	2,3	2,6
Dinamarca .....	5,1	2,6	2,4	2,6	Dinamarca .....	1,2	1,6	1,4	2,3
Alemania .....	3,1	2,5	3,5	4,2	Alemania .....	3,3	4,7	2,7	1,8
Francia .....	3,5	3,0	3,1	3,2	Francia .....	3,6	2,8	1,6	2,4
Irlanda .....	3,9	2,6	3,0	3,0	Irlanda .....	5,9	5,2	1,7	2,3
Luxemburgo .....	3,4	3,8	3,5	3,5	Luxemburgo .....	6,1	3,7	3,1	3,3
Holanda .....	2,9	2,6	2,8	2,9	Holanda .....	4,0	3,3	2,6	1,8
<b>CE-7 .....</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>CE-7 .....</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>
España .....	6,6	6,4	5,9	5,3	España .....	4,8	3,7	3,0	3,5
Italia .....	5,8	6,2	6,3	5,6	Italia .....	3,2	2,0	1,7	2,4
Reino Unido .....	5,9	7,2	6,5	5,1	Reino Unido .....	2,2	0,6	-2,2	2,1
<b>CE-10 .....</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>CE-10 .....</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>
Grecia .....	14,7	20,5	18,0	13,0	Grecia .....	2,8	0,1	0,8	1,6
Portugal .....	12,8	13,6	11,5	9,8	Portugal .....	5,4	4,0	2,8	2,7
<b>CE-12 .....</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>CE-12 .....</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>

C) BALANZA CORRIENTE (Porcentaje del PIB a precios de mercado)					D) SALDO PRESUPUESTARIO (Porcentaje del PIB a precios de mercado)				
	1989	1990	1991	1992		1989	1990	1991	1992
Bélgica .....	1,1	0,7	1,1	1,1	Bélgica .....	-6,7	-6,1	-6,5	-6,3
Dinamarca .....	-1,2	0,8	1,6	2,4	Dinamarca .....	-0,5	-1,5	-1,3	-1,1
Alemania .....	4,7	3,0	-0,1	-0,3	Alemania .....	0,2	-2,2	-4,6	-3,9
Francia .....	-0,1	-1,0	-0,9	-1,0	Francia .....	-1,2	-1,7	-1,6	-1,5
Irlanda .....	1,3	2,7	2,2	-1,9	Irlanda .....	-3,5	-3,4	-3,8	-3,5
Luxemburgo .....	34,4	29,3	26,4	24,7	Luxemburgo .....	3,3	4,1	1,6	1,6
Holanda .....	3,3	4,0	4,0	4,0	Holanda .....	-5,0	-5,7	-4,8	-4,9
<b>CE-7 .....</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>CE-7 .....</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,1</b>
España .....	-3,2	-3,5	-2,9	-3,1	España .....	-2,7	-3,7	-2,7	-2,0
Italia .....	-1,4	-1,4	-1,3	-1,5	Italia .....	-10,1	-10,7	-10,1	-10,1
Reino Unido .....	-4,8	-3,4	-2,2	-2,4	Reino Unido .....	1,0	-0,5	-2,2	-3,1
<b>CE-10 .....</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>CE-10 .....</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,3</b>
Grecia .....	-4,8	-5,7	-5,0	-3,9	Grecia .....	-19,2	-18,8	-15,3	-10,7
Portugal .....	-2,9	-0,1	-1,2	-2,2	Portugal .....	-3,4	-5,8	-5,5	-5,0
<b>CE-12 .....</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>CE-12 .....</b>	<b>-2,9</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,5</b>

podemos identificar un segundo grupo de países (Reino Unido, Italia, España) con tasas de inflación dobles que las del primer grupo (6 a 7 por 100). La participación en el margen estrecho del SME parece haber sido aquí el principal factor discriminante (véanse gráficos 2 y 3). Estos países presentan además unos déficit todavía sustanciales en sus cuentas corrientes.

El examen de las situaciones presupuestarias nos lleva a matizar el diagnóstico. Los principales desequilibrios conciernen, en particular, a Grecia, Italia y Portugal, pero también a países como Bélgica, Holanda o Irlanda. El caso de estos tres últimos, cuyos tipos de cambio y tipos de interés evolucionan en línea con los del DM, sugiere que un desequilibrio de las finanzas públicas no es incom-

patible con una cuasi-uni6n monetaria, con tal que este desequilibrio se reduzca y que la situaci6n econ6mica de conjunto continúe globalmente sana (señalemos que las cuentas corrientes de estos países están equilibradas, lo que significa que el ahorro privado más que compensa el desahorro público).

Desde el punto de vista monetario, hay que subrayar la ausencia de realineamientos en el SME desde comienzos de 1987, la entrada de la lira italiana en la banda estrecha del  $\pm 2,25$  por 100, a finales de 1989, y de la peseta (en junio de 1989) y la libra esterlina (en octubre de 1990) en la banda más ancha del  $\pm 6$  por 100. Esta evoluci6n ha influido favorablemente sobre el comportamiento del ecu, que, naturalmente, se ha reforzado; el tipo de

## INDICES DE PRECIOS AL CONSUMO EN LA COMUNIDAD TASA ANUAL DE CRECIMIENTO

Gráfico 2

### INFLACION EN LOS PAISES DEL SME (BANDA ESTRECHA) (Datos mensuales)

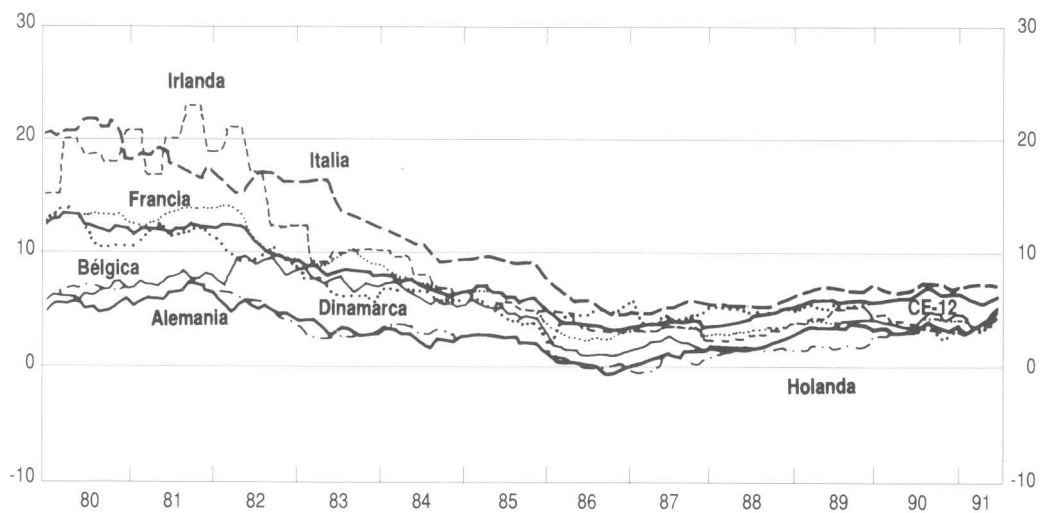


Gráfico 3

### INFLACION EN LOS DEMAS PAISES (Datos mensuales)

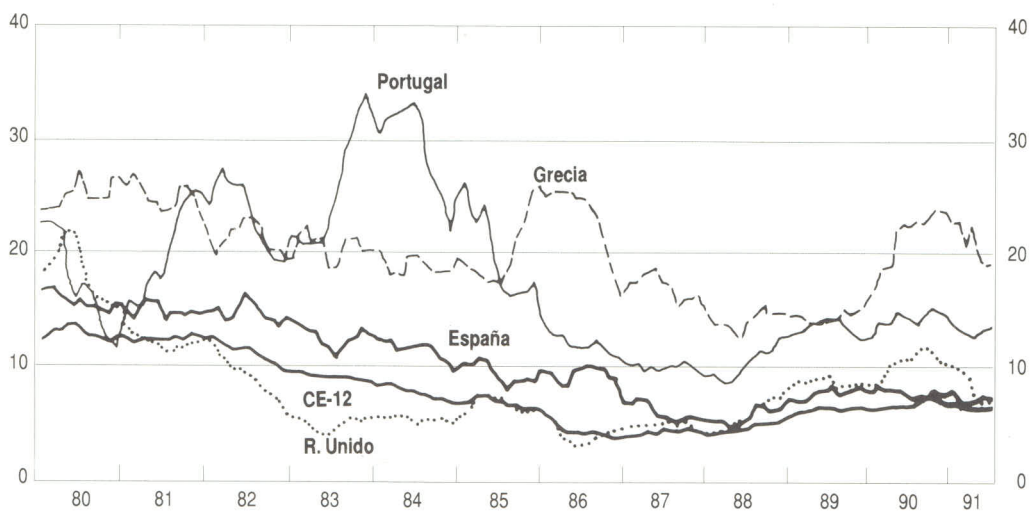


Gráfico 4

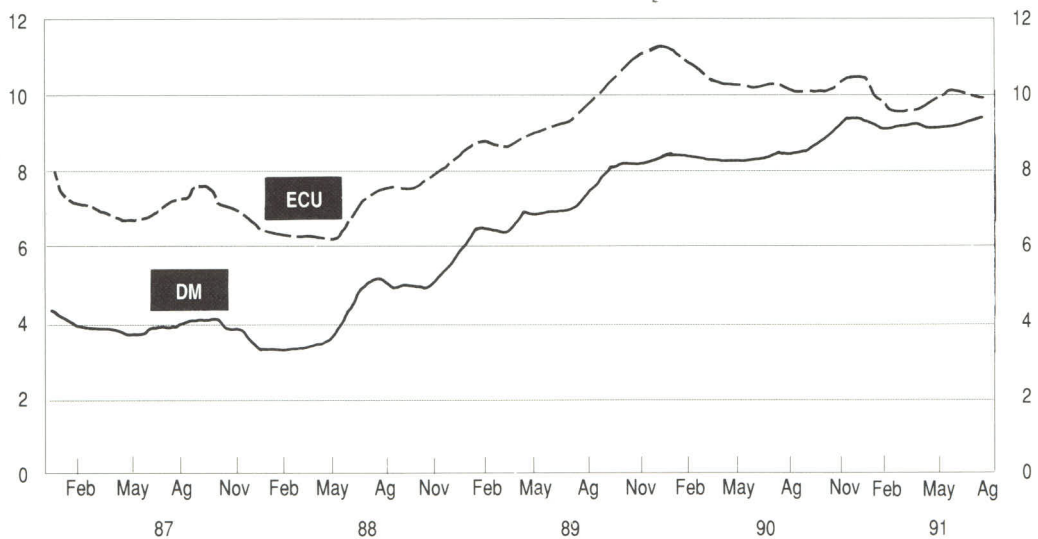
TIPO DE CAMBIO DM/ECU  
(Datos mensuales)



Tipo de cambio medio: 1 ECU=DM 2,066 +/- 0,66 por 100.

Gráfico 5

TIPOS DE INTERES DEL EUROMERCADO A TRES MESES  
(Datos mensuales)



cambio y el tipo de interés del ecu tienden así a converger con los del DM (véanse gráficos 4 y 5).

**2. Reforzar la convergencia en las etapas 1 y 2**

Este estado de cosas muestra que si bien la convergencia ha progresado a lo largo de los últimos años, continúa siendo muy insuficiente en varios

países y tiende a disminuir al iniciarse los años noventa, como demuestra el ejemplo de Italia. Es más, la experiencia de la unificación alemana sugiere que un *shock* puede poner en entredicho los logros de la convergencia en la Comunidad si esta última no se dota de los instrumentos de análisis y acción apropiados.

Parece además necesario, en la perspectiva del paso a las etapas futuras de la UEM, completar el SME con nuevos instrumentos destinados a tratar específicamente los desequilibrios macroeconómicos, y especialmente los presupuestarios. Tal es el objeto de la supervisión multilateral puesta en marcha desde 1991. Desde el Consejo Ecofin de Luxemburgo, del 10 de mayo de 1991, los países miembros han dado un paso más en este sentido, poniéndose de acuerdo sobre el principio y las modalidades de programas específicos de convergencia a medio plazo que cubran todas las áreas de las políticas económicas y monetarias. En cuanto a los aspectos necesitados de ajustes, los programas deberían precisar de una forma transparente los objetivos y los instrumentos susceptibles de ser utilizados, así como un calendario de aplicación. La Comunidad aprobaría estos programas *ex ante* y haría un seguimiento de su aplicación año por año. Finalmente, para asegurar la credibilidad, cada programa debería ser objeto de un compromiso firme por parte del Parlamento y de la opinión pública de cada país.

La eficacia de este dispositivo debe ser reforzada por unos objetivos comunitarios claramente fijados. La experiencia del *Acta Unica* ha demostrado que un vencimiento preciso y aceptado por todos ejerce un poderoso efecto movilizador tanto sobre los agentes económicos como sobre las autoridades nacionales. De manera análoga, un calendario preciso de UEM evitaría tener que regular el avance del proceso en los estados miembros más divergentes, al tiempo que ejercería sobre ellos una presión constante para que realizasen los ajustes indispensables para su participación en las diferentes etapas.

### III. EL ESTADO DEL PROYECTO

#### 1. Una amplia área de acuerdo sobre la concepción global de la UEM

##### 1.1. La unión monetaria

A) Según esta concepción global, la unión monetaria no estaría completa y consumada hasta la adopción de una moneda única. Una moneda única implica una política monetaria única, y ésta no puede ser definida y conducida más que por una nueva institución. El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), compuesto por los doce bancos centrales y el Banco Central Europeo (BCE), tendrá las siguientes características:

- Su objetivo prioritario será la estabilidad de los precios; sin perjuicio de este objetivo, mantendrá

la política económica general a escala comunitaria.

- Tendrá una estructura federal, teniendo en cuenta la naturaleza de la Comunidad, pero sus decisiones de política monetaria estarán centralizadas en el BCE.

- Será independiente frente a los gobiernos nacionales y a las autoridades comunitarias, para que no tenga que tomar medidas susceptibles de comprometer el objetivo fundamental de estabilidad.

- Será democráticamente responsable; su Presidente y su Directorio serán nombrados por el Consejo Europeo, tras consulta al Parlamento Europeo; el Presidente dará cuenta de la política del Eurofed al Consejo de la CE, al Parlamento Europeo y a la opinión pública.

Estas características se han enunciado en un proyecto de *status* propuesto por los gobiernos y ratificado por los países miembros. El BCE estará dirigido por un Consejo, responsable de definir la política monetaria comunitaria (compuesto por los doce gobernadores de los bancos centrales y un Comité de 6 a 7 personas), y un Directorio, responsable de su ejecución. Los miembros de este último serán nombrados según sus capacidades personales; su mandato será de larga duración e irrevocable.

B) Las divergencias sobre la unión monetaria parecen muy pequeñas. Los países tienen, por ejemplo, puntos de vista todavía diferentes sobre el reparto de las responsabilidades en la puesta en marcha propiamente dicha de la política monetaria única. Una amplia mayoría se inclina, sin embargo, a que los bancos centrales nacionales mantengan un papel importante en esta área, al menos en los primeros años de la UEM, siempre que respeten la sujeción a unos resultados basados en la estricta aplicación de las directivas del BCE; queda claro, en cualquier caso, que no habrá entonces más que un solo tipo de interés de referencia y un solo objetivo monetario para la Comunidad.

Una divergencia más importante se produce en torno al reparto de las responsabilidades en materia de política de cambios. Nos limitaremos aquí a señalar tres aspectos:

- Las orientaciones deberían ser determinadas, en última instancia, por el Consejo. Esto se justifica, de una parte, por la importancia del tipo de cambio como instrumento de la política económica general y, de otra, por las prácticas actuales en los países con un banco central independiente (Alemania o Estados Unidos).



- Estas orientaciones deben, naturalmente, definirse en estrecho concierto con el BCE, encargado de conducir la política de intervención. Una elección en materia de política de cambio tiene, evidentemente, implicaciones sobre la política monetaria interna, y conviene evitar cualquier riesgo de conflicto entre objetivos.

- Por último, la política de cambio, como la política monetaria interna, debe tener un carácter comunitario. Por esta razón, es preciso evitar una regla de unanimidad que pudiera ser vetada por algún país y reservar el derecho de iniciativa a la Comisión y al BCE (como es norma en la CE).

## 1.2. La unión económica

A) En la UEM, las políticas económicas permanecerán ampliamente descentralizadas. Deberán, por tanto, ser coherentes entre sí y con la política monetaria comunitaria. Todos los países están de acuerdo en introducir en el Tratado dos reglas apremiantes:

- no habrá financiación monetaria de los déficit públicos ni acceso privilegiado de las autoridades públicas al mercado para colocar su deuda;

- no habrá apoyo automático (*balling out*) a los estados miembros con dificultades presupuestarias.

Existe también acuerdo para evitar déficit presupuestarios excesivos que comprometan la estabilidad monetaria de la unión, aunque las modalidades técnicas de aplicación de este principio se están debatiendo aún. Pero cada Estado miembro, en el marco de las orientaciones globales de política económica discutidas a escala comunitaria, debería definir sus propias opciones, que serían evaluadas y, en su caso, aprobadas por el Consejo; este enfoque refuerza la cooperación y favorece el juego de presiones entre iguales.

B) Vemos, pues, que la unión económica no entrañará unos cambios institucionales tan importantes como la unión monetaria. La concepción de esta unión económica plantea, no obstante, algunos problemas:

a) La primera dificultad se refiere al contenido de la política económica comunitaria. En este momento, el debate ha provocado el resurgimiento de una fuerte tendencia a favor de una concepción más «intergubernamental» que comunitaria. Así, una interpretación demasiado extensiva del principio de subsidiariedad entraña un serio riesgo de mal funcionamiento en una UEM donde la política monetaria estará, por definición, completamente centralizada. Es evidente que una *policy-mix* cohe-

rente es indispensable tanto para las políticas presupuestarias (limitadas por un objetivo monetario y un tipo de interés únicos) como para la política monetaria, que ya no permitirá asegurar los ajustes entre los países de la zona.

b) Los estados miembros no han conseguido todavía llegar a un acuerdo ni sobre el tipo de sanciones en las que alguno de ellos pudiera incurrir, en caso de faltar a la disciplina, ni sobre el principio y las modalidades de aplicación de un mecanismo de apoyo financiero, propuesto por la Comisión, y que podría ser puesto en marcha en caso de que un fuerte *shock* ponga en peligro el equilibrio económico de un país (e, indirectamente, el de la Comunidad).

c) Se plantea, finalmente, la cuestión del equilibrio institucional de la UEM: ¿Cuáles serán las funciones de la Comisión y del Parlamento Europeo? y, sobre todo, ¿cómo definir un polo económico comunitario que tenga un peso suficiente en relación al SEBC y que pueda ser para él un verdadero interlocutor?

## 2. Un acercamiento de las posiciones sobre la fase de transición

### 2.1. Diagnóstico y principios básicos

Se admite, generalmente, que la Comunidad de los doce va a enfrentarse, en el plano macroeconómico y monetario, a una modificación de su entorno con la puesta en marcha del mercado único y el desarrollo del SME. Podemos distinguir tres riesgos importantes:

- La inestabilidad de los cambios y de la demanda de dinero ligada a la liberalización completa de los movimientos de capitales y a las sustituciones de divisas. Este riesgo, ciertamente, se aprecia de distinta manera según se ponga el acento sobre los logros del SME, en términos de estabilidad y credibilidad, o sobre la inercia de los comportamientos y de las estructuras financieras, o, a la inversa, sobre la incidencia marginal del gran mercado de 1993.

- La inestabilidad del liderazgo y del anclaje comunitario, a consecuencia de los progresos rápidos de la convergencia en los países que participan en el mecanismo de cambio con márgenes estrechos y del *shock* de la unificación monetaria alemana.

- El riesgo creciente de mal funcionamiento del SME a medida que éste se amplía a países todavía en vías de ajuste. Los mercados prevén, hoy día, que se producirán realineamientos sólo excepcio-

nalmente, lo que estimula la demanda de monedas con tipos de interés elevados, contraría los esfuerzos de ajuste de los países menos convergentes y puede generar tensiones «paradójicas» en el SME, en detrimento de las monedas más fuertes (véase el caso de la peseta, en el techo de su margen de fluctuación antes del verano de 1991).

Frente a estos riesgos, los países miembros coinciden actualmente en:

- La creación, al inicio de la segunda etapa, en 1994, de una institución monetaria —que podría llamarse Instituto Monetario Europeo (IME)—, con las tareas principales de reforzar la cooperación monetaria entre los estados miembros, armonizar los instrumentos de política monetaria con vistas al acceso a la tercera etapa y favorecer el desarrollo del ecu.

- La puesta en marcha, a partir de 1991, de programas de convergencia a medio plazo, destinados a tratar los principales desequilibrios económicos, antes incluso del acceso a la segunda etapa (*vid. supra*).

- Las modalidades de acceso a la segunda etapa, acceso ligado al respeto de un cierto número de condiciones objetivas (conformidad con las reglas del mercado interior, con las de financiación de déficit presupuestarios, ...) y al compromiso con programas de convergencia.

- Las modalidades de acceso a la tercera etapa: decisión comunitaria, basada en criterios estrictos de convergencia; sin posibilidad de derecho a veto por un país miembro, ni de exclusión de un país miembro que cumpla las condiciones, ni de obligaciones para aquel que no las cumpla, y que podría así beneficiarse de una derogación temporal.

- La puesta en marcha de un régimen transitorio para los países miembros cuya participación completa en la tercera etapa se aplase. Más allá de las relaciones de cambio de tipo SME, este régimen debería, asimismo, asociar estrechamente a estos países miembros al funcionamiento del BCE (sin serles conferido un derecho a voto sobre cuestiones de política monetaria interna) y hacerles beneficiarios del conjunto de normas del Tratado relativas a la coordinación de las políticas económicas y presupuestarias.

## 2.2 Divergencias sobre la transición

Las divergencias sobre la transición pueden, finalmente, resumirse en dos puntos:

A) Naturaleza y funciones del Instituto Monetario Europeo.

Si todos los países acuerdan que las políticas monetarias permanezcan bajo la responsabilidad de los países miembros en el transcurso de la segunda etapa, entonces admiten también que el IME tenga desde su creación un papel central en la coordinación monetaria, en la preparación de la tercera etapa y en el desarrollo del ecu. Las tesis divergen, por tanto, acerca del «peso» institucional del IME y de la posibilidad de dotarle de ciertas atribuciones. Así, la primera preocupación de ciertos países (y en particular de Alemania) es que la aparición de una institución comunitaria reduzca su soberanía efectiva y la credibilidad de su banco central antes de la tercera etapa. Estos países son reticentes a que esta institución configure, desde su creación, al BCE, a que pueda ejercer una influencia sobre sus opciones monetarias, e incluso realizar funciones que pudieran ser interpretadas por el público o los mercados como una transferencia precoz de responsabilidades (como la tenencia y gestión de reservas de cambio por cuenta de los países miembros). Según esta óptica, el IME no se distingue del actual Comité de Gobernadores.

Por el contrario, la Comisión y algunos de los países miembros, en la perspectiva de una segunda etapa corta, de preparación intensiva para la unión monetaria, son partidarios de la creación de una institución que tenga una «personalidad» verdaderamente comunitaria (lo cual implica que su Presidente y Vicepresidente sean nombrados al margen del grupo de los doce gobernadores), prefigure bien en su funcionamiento al BCE, tenga voz sobre las políticas monetarias nacionales, y disponga de un poder suficiente para guiar y, llegado el caso, imponer los cambios necesarios para el acceso a la tercera etapa (armonización de los agregados y de los instrumentos, preparación de signos monetarios en ecus...).

## B) Definición y papel del ecu.

El plan británico de un ecu-fuerte abstracto circulando paralelamente a las monedas nacionales y administrado por una institución independiente ha tenido la virtud de provocar la discusión sobre el refuerzo del ecu, aun cuando el plan en sí no haya sido jamás mantenido como tal por otros estados miembros. El debate se reduce, hoy en día, a las modalidades de refuerzo de esta moneda en el curso de la segunda etapa.

Algunos países (Alemania y España) han propuesto la fórmula de un ecu-cesta «fuerte»; es decir, que no pueda ser devaluado respecto de ninguna de las monedas del sistema en caso de realineamiento en la segunda etapa. Las principales objeciones a esta propuesta son:

1) Que trastocaría las reglas del juego actual —a lo que la mayoría de los operadores del mercado se oponen hoy día— y aumentaría los riesgos y los costes de su utilización.

2) Que desconectaría los tipos de interés y los tipos de cambio efectivos del ecu de sus tipos de cambio teóricos. El ecu se convertiría entonces, *de facto*, en una moneda abstracta que debería estar administrada, en cualquier caso, por el IME según unos criterios específicos, lo que proponen los españoles pero rechazan, precisamente, los alemanes. Hay que señalar que España ha abandonado esta propuesta tras dar por sentado que el IME no podrá hacerlo.

La Comisión, con el apoyo de la mayoría de los países, ha propuesto fijar definitivamente la composición del ecu (actualmente revisada cada cinco años), lo que presentaría varias ventajas: además de un refuerzo tendencial del ecu, ligado al aumento de los pesos relativos de las monedas más fuertes, esta propuesta ayudaría a disminuir la incertidumbre en cuanto a la composición de la cesta y favorecería así su utilización. Además, señala que la necesidad de mejorar la convergencia, fundamento del acceso a la tercera etapa, tendrá como consecuencia un refuerzo natural del ecu. En el

momento en que se añadan dos o tres países a los siete actualmente convergentes, el ecu pasará a ser una moneda suficientemente fuerte sin que haya sido necesario cambiar su definición.

Esta propuesta se inscribe en una política global encaminada a favorecer el desarrollo del ecu en la perspectiva del paso a la moneda única, y se basa en algo ya existente: el éxito del ecu en los mercados financieros.

Convendría también, durante la transición, desarrollar el papel del ecu en las transacciones, con el fin de familiarizar progresivamente a las empresas, administraciones y ciudadanos con la futura moneda única. Este desarrollo incluye el levantamiento de obstáculos en la utilización del ecu, la creación de redes de pago en ecus (pudiendo el presupuesto comunitario jugar un papel importante en este campo), la formación y la información. La Comisión presentará próximamente unas proposiciones sobre estos diferentes aspectos a los estados miembros.

#### NOTA

(\*) Título original: «L'UEM: enjeux, conditions et état du projet». Traducción de Beatriz Sierra, revisada por la Redacción de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

## EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DEL ECU

En 1990, con un volumen de alrededor de 300.000 millones, incluidos todos los instrumentos, ha continuado en los mercados del ecu un aumento ininterrumpido desde 1987. Este dinamismo se muestra tanto en las tasas de crecimiento de la utilización de los diferentes instrumentos, y en el aumento de su participación en el mercado mundial, como en la diversificación geográfica de los agentes que lo utilizan y en la variedad de usos del ecu: instrumento financiero, de compensación, de transacción y de referencia para la política de cambios de países terceros (Suecia, Finlandia, Noruega).

El primer semestre del año 1991 muestra que, según los datos conocidos, el aumento del uso financiero se ha acelerado aún más: se han emitido 20.000 millones en obligaciones; es decir, cerca de dos tercios del total de las emisiones en el año 1990; el volumen de negocio mensual en ecus en los mercados secundarios ha sobrepasado los 70.000 millones de ecus, frente a 30.000 millones, de media, en el tercer trimestre de 1990.

### EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DEL ECU

	1990 (miles de millones de ecus)	Tasas de crecimiento (en porcentaje)		
		1988	1989	1990
Obligaciones internacionales pendientes .....	62	26,9	22,0	25,2
Obligaciones nacionales.	35	322,0	12,9	23,7
Préstamos bancarios internacionales pendientes (sept. 1990) .....	142	19,5	23,9	14,8
Mercados a corto (*) .....	40-50	—	—	—
Otros (transacciones) (*).	15-20	—	—	—
Total (aproximado) .....	(300)			

(\*) Teniendo en cuenta la ausencia de un recuento sistemático de las transacciones efectuadas en ecus, así como todos los instrumentos a corto utilizados por las empresas (bonos de tesorería, certificados de depósito, *euro commercial papers*, *euro medium term notes*), las cifras indicadas no constituyen más que una estimación mínima.

Fuente: Servicios de la Comisión, Pitagora.