

# ASEGURAR EL ÉXITO DE LA UNIÓN MONETARIA

Robert Raymond

## INTRODUCCIÓN

Aun cuando los trabajos preparatorios del Tratado de Maastricht transcurrieron sin grandes polémicas, su aplicación se está convirtiendo en una de las cuestiones más controvertidas en el debate público, no exclusivamente en los círculos especializados, sino también en la opinión pública en general. Cuanto más nos acercamos a la fecha final, más emocional e irracional se torna el debate. Parece que los objetivos pretendidos con este proceso de unión monetaria, que al principio eran tan obvios, han caído en el olvido. A esto se añade que, en algunos países, las condiciones exigidas para acceder a la moneda única parecen del todo inalcanzables. En otros, es el método preciso de introducir la moneda única el que genera rechazo. Merece la pena detenerse a reflexionar sobre estos tres aspectos del proceso: los objetivos pretendidos, las condiciones (u obstáculos) a cumplir y el mecanismo preciso de transición a la moneda única.

## I. LOS OBJETIVOS PERSEGUIDOS

El Tratado de Maastricht es el último paso de un proceso iniciado con la firma del Tratado de Roma de 1958, que a su vez fue consecuencia del establecimiento de la Comunidad Económica del Carbón y del Acero en París, en 1956. El propósito de los padres fundadores era el de asegurar la paz y la prosperidad en Europa por medio del desarrollo del comercio intra-europeo y de la creación de un mercado europeo amplio y eficiente. Por esta vía, la guerra sería erradicada de Europa, ya que la interdependencia económica la haría poco atractiva y perjudicial para todos. Además, se pensaba que la adición de «ene» economías supondría una riqueza mayor que la derivada de la mera suma de los PIB nacionales. La búsqueda de la prosperidad económica a largo plazo no sólo se derivaba de la necesidad de reconstruir las economías destruidas por la guerra; también reflejaba el deseo de evitar los desastres económicos sufridos por todos los países industrializados tras la primera guerra mundial: infla-

ción, depresión económica y devaluaciones competitivas. La misma lógica reclamaba la creación de una unión monetaria.

Como resultado de ese esfuerzo, el Mercado Común resultó un éxito. Este es el motivo de que, hoy en día, nuevos países se hayan incorporado a los seis miembros fundadores y de que exista todavía un número elevado de países candidatos a ser nuevos miembros. El paso desde esa unión aduanera hacia un mercado único donde no sólo desaparecieran los aranceles, sino también cualquier otro obstáculo a la libre circulación de bienes, servicios o factores productivos, no generó oposición alguna. En el ámbito monetario, ya en 1962, el informe Marjolin señalaba que, en algún momento, el Mercado Común requeriría la introducción de una moneda única debido a los efectos negativos que la variabilidad del tipo de cambio tiene sobre los flujos comerciales y, por tanto, sobre la competencia en igualdad de condiciones. Este hecho es aún más relevante hoy en día. Los tipos de cambio vienen determinados por los movimientos de capital, que a su vez responden a la evolución de las expectativas de inversores y gestores de carteras. Esas expectativas están sujetas a una gran variabilidad y se basan en la evolución futura esperada de múltiples variables económicas. Lo que es más importante, no responden forzosamente a las necesidades de estabilidad y mantenimiento de la paridad de compra de la divisa de los empresarios y productores. Una parte del mundo académico considera que los tipos de cambio son todavía una herramienta indispensable para el ajuste de la economía real. Sin embargo, esa visión ignora la tendencia de los mercados a sobre-reaccionar, creando desviaciones sostenidas y duraderas de los tipos de cambio respecto a sus valores de equilibrio a largo plazo. Esas desviaciones son incompatibles con el correcto funcionamiento del mercado único. Para que haya un mercado único se precisa una sola unidad de cuenta y un sistema de precios único.

El objetivo de la unión monetaria se justifica en la medida en que las economías nacionales estén profundamente integradas. En este aspecto, la integración de las economías europeas progresa a un ritmo

sostenido y firme. Este era el propósito del Acta Única, que fue ratificada sin debate ni duda alguna. Esta transformación es, a su vez, el resultado de un proceso mundial de globalización que no admite vuelta atrás.

Es en este contexto en el que deben entenderse los beneficios de una unión monetaria. Es importante recordarlos, porque con frecuencia los miedos que esa reforma tan fundamental genera tienden a ensombrecer las razones por las que la evolución en esa dirección es un elemento positivo para todas las economías implicadas. Permítanme mencionar brevemente tres de los potenciales beneficios de una unificación monetaria.

En primer lugar, este proceso introduce la posibilidad de crear un nuevo banco central europeo, con un compromiso claro y firme hacia la estabilidad de precios, y con total independencia de interferencias externas para acometer ese objetivo de estabilidad. Los países europeos han elegido ya el camino de la estabilidad de precios, y la mayoría ya han logrado ese objetivo. Sin embargo, ese logro no se ha visto acompañado, en la mayoría de los casos, de una estabilidad de los tipos de cambio reales y nominales.

En segundo lugar, la cobertura del riesgo cambiario tiene un coste. Mantener los tipos de cambio interiores, una vez que las precondiciones para su desaparición existen, representaría un obstáculo a la integración económica. Su eliminación facilitaría la aproximación al ideal de un mercado perfecto, eficiente, potenciando la libre concurrencia en igualdad de condiciones y, por tanto, favoreciendo una localización óptima de los recursos.

En tercer y último lugar, una divisa sólida, basada en un sustrato económico mayor y más eficiente, supondría un activo para todos los países miembros y facilitaría el control de las tendencias indeseadas en los mercados mundiales de divisas.

## II. CONDICIONES Y OBSTÁCULOS

Una vez revisadas las razones para acometer la empresa de la unión monetaria, hay que tener muy claro que ésta es una reforma fundamental que ha de ser sostenible una vez emprendida. Por este motivo, se establece una serie de prerequisites objetivos a cumplir por el proceso de reforma, sin los cuales se crearían tensiones una vez que los países se integraran en la zona cambiaria, tensiones de las que podría derivar su fracaso.

Algunas de las condiciones son objetivas, y están relacionadas con el funcionamiento de las economías nacionales: me refiero a los requisitos o criterios de convergencia en varias áreas, tal y como estipula el Tratado. Otras condiciones son necesarias para garantizar la aceptación por parte del público de la nueva moneda única.

### 1. Los criterios de convergencia

El primer criterio recogido en el Tratado, y el primero que viene a la mente, es el referido a los precios, al IPC. La entrada en la unión monetaria de un país con una inflación divergente supondría para ese país un *shock* tremendo, ya que tendría que controlar de manera inmediata la evolución de los precios domésticos hasta situarlos en línea con los del resto del área monetaria. Dados los riesgos de ese *shock* para el propio país y para otros, el esfuerzo necesario ha de hacerse con antelación. Esta es el área en la que mayores éxitos han cosechado los países miembros en los últimos años, éxitos que derivan, en gran parte, de los logros de la política monetaria en estos países. El reto es mantener esos magníficos resultados en el futuro. En este sentido, hay que convencer a la opinión pública de la importancia de la estabilidad de precios para garantizar el crecimiento futuro, y para ello nada mejor que explicar que la dicotomía inflación-paro es falsa; que no se puede seguir manteniendo hoy, en el año en que Robert Lucas ha sido galardonado con el premio Nobel de Economía, que más inflación supone menos paro. La actuación estabilizadora de los bancos centrales, con una visión más de medio plazo, se refleja en las subidas preventivas de los tipos de intervención monetaria en varios países europeos y en Estados Unidos en 1994-1995.

El tipo de cambio es el precio de las divisas extranjeras. Cuando se elaboró el Tratado, el criterio de estabilidad cambiaria se definió teniendo en cuenta el adecuado funcionamiento del Sistema Monetario Europeo en los años precedentes. Paradójicamente, las dificultades asociadas a la ratificación del Tratado provocaron las consabidas crisis de 1992 y 1993. La ampliación de las bandas de fluctuación debería verse como una vía para disminuir la variabilidad cambiaria por medio de la reducción del riesgo de la especulación casi ilimitada contra los márgenes de la banda, que acababa por convertirse en una apuesta sin pérdida posible. Sin embargo, la justificación en favor de tipos de cambio estables de facto sigue siendo válida, ya que se basa en el deseo de encontrar un nivel de equilibrio antes de que el tipo de cambio sea reemplazado por una paridad irrevocable. A pesar de este deseo, hemos de reconocer que la estabilidad cambiaria es, hoy en día, una tarea difícil. Las paridades cambiarias son todavía muy frágiles y sensibles a los factores de tipo político, como se vio en 1995 en el caso español. Solamente el progreso gradual y firme en la senda de la convergencia puede calmar los recelos del mercado.

El siguiente criterio se define sobre los tipos de interés a largo plazo. Si los precios estuvieran en la senda de estabilidad marcada por su correspondiente criterio, y el tipo de cambio permaneciera estable, la convergencia de los tipos de interés a largo

plazo sería mucho más fácil. A pesar de ello, es necesario puntualizar que los tipos a largo plazo incluyen elementos adicionales; en concreto, primas de riesgo que recogen las impresiones del mercado acerca de la evolución futura de los precios, las políticas macroeconómicas y el grado de estabilidad política. Esas impresiones se basan en el comportamiento de esos factores en el pasado e incluyen también un juicio sobre la credibilidad del banco central y sobre la orientación de la política fiscal.

El mayor obstáculo lo constituyen, en estos momentos, los dos criterios fiscales. Muchos países europeos están todavía luchando para reducir el déficit del conjunto de las administraciones públicas (esto es, incluyendo entes locales y regionales y organismos de la seguridad social, además del estado central) por debajo del 3 por 100 del PIB. En lugar de criticar las dificultades impuestas, se podría argumentar que el ultimátum del Tratado introduce un incentivo para hacer algo que, tarde o temprano, se tendría que hacer.

Aún más difícil resulta cumplir con el criterio de deuda. En primer lugar, en muchos países la *ratio* de la deuda pública sobre el PIB está muy por encima del valor de referencia del 60 por 100 del PIB, que fue adoptado cuando se redactó el Tratado. Además, la recesión y el aumento del desempleo, este último en parte explicado por factores de tipo estructural, han aumentado esa dificultad. A estos factores se une el impacto que, sobre los pagos por intereses de la deuda, han tenido las recientes subidas de los tipos de interés. Estas dificultades ilustran aún más la necesidad de interrumpir la dinámica alcista de la *ratio* de deuda, lo que requerirá a su vez unos déficit significativamente por debajo del 3 por 100 del PIB.

En segundo lugar, el ritmo al que la *ratio* de deuda debe disminuir, en un país que sea candidato a entrar en la Unión Monetaria, no está definido con claridad en el Tratado. Las palabras exactas son que la *ratio* de deuda debe estar «disminuyendo de manera suficiente y aproximándose al valor de referencia a un ritmo satisfactorio». Sobran los comentarios.

La importancia del criterio fiscal se deriva de que es el único que continuará estando vigente una vez se haya producido la unión monetaria: los tipos de cambio habrán desaparecido, la inflación se medirá en la moneda única y la curva de rendimientos será, por definición, la misma en todos los países miembros.

Los motivos por los que es deseable la coordinación de las políticas fiscales en la etapa tres, una vez constituida la unión monetaria, son variados. En primer lugar, ningún estado miembro debe expulsar a otros prestamistas, públicos o privados, absorbiendo en exceso ahorro privado. Por otra parte, una deuda pública elevada, o al menos la elevada y en alza, introducen inquietud en los mercados y de-

bilitan el tipo de cambio. Por tanto, esa situación fiscal frágil en algunos estados miembros podría dañar la credibilidad de la nueva moneda única. Por último, la divisa europea requerirá una combinación de políticas fiscales y monetarias equilibrada, y esto necesita de algún elemento de disciplina fiscal a escala nacional, especialmente si tenemos en cuenta la ausencia de un presupuesto federal de tamaño significativo.

## 2. La aceptación por parte del público

Además del cumplimiento de esos criterios, el Tratado contiene referencias a otros factores relacionados con la situación macroeconómica. Pero no deberíamos olvidarnos de la conveniencia de asegurar la aceptación por parte del público del proceso de unión, pues ella contribuiría a asegurar la sostenibilidad de la última etapa de la unión monetaria, así como a facilitar el proceso de transición.

¿Cómo se puede pretender que la gente realice el esfuerzo que requiere la reforma monetaria sin que les expliquemos los beneficios que ésta supone para ellos y para sus hijos?

Aquellos ciudadanos que están orgullosos de la tradición de solvencia y estabilidad de su divisa han de ser convencidos de que la que viene a sustituirla es, al menos, tan fiable como aquella a la que sustituye.

En otro orden de cosas, las voces que claman sobre la pesada carga impuesta por las exigencias de consolidación fiscal deben darse cuenta de que es una necesidad incluso sin la presión ejercida por el proceso de construcción europea. La elección no es si disminuir los déficit y deudas o no, sino si hacerlo hoy, con unas condiciones más favorables, o mañana, presionados por la fuerza de los acontecimientos.

Aquellos que temen al proceso por lo que supone de pérdida de un símbolo de identidad nacional deben entender que las políticas monetarias en los países europeos han perdido ya gran parte de su autonomía como resultado de las restricciones externas que impone la creciente interrelación de las economías.

Estos son algunos de los retos que los políticos y las instituciones europeas implicados en el proceso de construcción europea tienen ante sí. Hay muchos otros relacionados con la manera de garantizar una transición con éxito a la unión monetaria, a la moneda única.

## III. LA TRANSICIÓN

En este apartado no entraré a analizar ciertos aspectos de la transición, como la política cambiaria

antes del comienzo de la fase tres o el diseño de las relaciones institucionales de la unión monetaria con los países sujetos a una derogación temporal. Estas cuestiones, aun cuando están siendo consideradas, se encuentran en un grado de madurez todavía insuficiente como para poder extraer condiciones en firme.

Tampoco me detendré en aspectos detallados y prácticos de los acuerdos decididos, pues muchos de esos detalles están todavía siendo objeto de reflexión.

## 1. La necesidad de un período de transición

Si no existieran impedimentos prácticos, un *super big bang* sería la solución ideal. Un día se reúnen los jefes de Estado o gobierno y elaboran una lista con los países que cumplen los criterios de convergencia. Al día siguiente, las monedas nacionales desaparecerían y serían sustituidas por una moneda única, sujeta a una política monetaria única implementada por un banco central único. Esta fue la hipótesis de trabajo que se adoptó inicialmente por las asociaciones bancarias hace un año, cuando analizaron por primera vez los costes del escenario de cambio, así como otros aspectos prácticos de dicho escenario.

Un análisis posterior de los problemas asociados a la transición hacia la moneda única sugirió que, a pesar de sus ventajas, un *super big bang* no era factible, y ello por varios motivos.

En primer lugar, ese cambio a la moneda única exige ciertos preparativos de tipo técnico. El llamado *lead-time* (o el tiempo que es necesario tener en cuenta para asegurar que los preparativos técnicos en cada una de las áreas implicadas garanticen el éxito de la transición) puede ser muy elevado en algunas áreas. Dado que el trabajo preparatorio no puede comenzar hasta que no se conozca con absoluta precisión la lista de países que formarán la unión monetaria y que los agentes privados no emplearán sus recursos humanos y financieros en la adaptación si no tienen una certeza absoluta sobre la participación de su país, ha de existir un lapso de tiempo entre la decisión final sobre los países que formarán parte de la unión y el final de los trabajos preparatorios.

En segundo lugar, no debemos despreciar los aspectos de psicología de masas del proceso. Si en un país determinado se va a sustituir la moneda nacional por la moneda única, la población ha de estar preparada, desde un punto de vista psicológico, para aceptar el cambio (y para aceptar los costes iniciales de adaptación). Para ello es fundamental que los tipos de conversión entre la moneda nacional y la moneda única se conozcan con la máxima antelación posible, de manera que la ciudadanía se pueda ir acostumbrando a la nueva unidad de cuenta.

Por último, un *super big bang* conllevaría un riesgo de congestión, incluso de riesgo sistémico, dado que no es posible garantizar que todos los cambios necesarios en los procedimientos y en la programación informática se habrán realizado antes del comienzo de la unión. A este problema se añade el de la sustitución de monedas y billetes, proceso que, para algunos países, consumiría varios meses.

Debido a estos problemas, un período de transición, durante el cual la nueva moneda única y las monedas nacionales coexistan, no puede evitarse. Es probable que las operaciones de los mercados financieros y las grandes operaciones de pagos puedan adaptarse, y de hecho se adaptarán, más rápidamente que las operaciones de banca al por menor, donde es necesario más trabajo preparatorio y de formación del personal. El sector público deberá también adaptarse de forma flexible a esa progresiva introducción de la moneda única. En particular, operaciones como el pago de salarios y pensiones, o la recaudación de impuestos, equivalen a operaciones bancarias al por menor, mientras que la gestión de la deuda pública pertenecerá a la misma esfera que las operaciones en los mercados financieros.

Esa transición debe producirse de manera ordenada y permitiendo a los agentes económicos un cierto grado de discrecionalidad a la hora de adaptarse a la nueva situación. Por ejemplo, a nadie se le debería prohibir realizar contratos en la moneda única desde el comienzo de la unión. Pero, de igual manera, a nadie se le debería obligar a hacerlo, especialmente en el ámbito de las operaciones al por menor, antes del final del período de transición. Para ello, las fechas límite del período de transición deberían ser anunciadas con anticipación, y de forma clara y explícita.

Al mismo tiempo, se deben tomar las precauciones que sean necesarias para garantizar, desde el primer día, la credibilidad de la unión monetaria y su irreversibilidad.

## 2. Cómo organizar la transición

El IME ha aportado múltiples sugerencias acerca de la organización del cambio a la moneda única. Éstas se basan en contactos continuados con la comunidad bancaria y se incluyen en el informe hecho público el martes 14 de noviembre de 1995. Multiplicidad de detalles técnicos han de ser clarificados por los implicados. Expondré a continuación algunos de ellos.

El *primer* aspecto a tener en cuenta es el de la necesidad de hacer público un calendario con fechas límite claras. Hay cuatro fechas clave en el proceso de transición a la moneda única.

La primera de ellas es la determinación de los países participantes, potestad que corresponde al

Consejo. Nuestra sugerencia es que ésta se prepare un año antes del comienzo de la etapa tres.

Al comienzo de la etapa tres, debe quedar fuera de toda duda que habrá una política monetaria única para los países participantes, implementada por un banco central único, el Sistema Europeo de Bancos Centrales, que incluye a una nueva entidad, el Banco Central Europeo, y a los bancos centrales nacionales como agentes del sistema. Según estipula el Tratado, todas las decisiones serán tomadas por un solo órgano, el Consejo del Banco Central Europeo, que estará compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales.

En esa misma fecha, los tipos de cambio de las antiguas monedas nacionales serán reemplazados por tipos de cambio irrevocables. Se creará la divisa europea, que se relacionará con las unidades de cuenta nacionales mediante tipos de conversión irrevocables. En términos económicos, habrá una moneda única con varias denominaciones.

Como máximo, a los tres años del comienzo de la etapa tres el Sistema Europeo de Bancos Centrales comenzará a reemplazar billetes y monedas nacionales por sus correspondientes europeos.

Seis meses después, el cambio a la moneda única debe haber finalizado para todo tipo de operaciones y de agentes, incluyendo el sector público. Los billetes y monedas nacionales perderán su *status* de moneda de curso legal.

Un *segundo* aspecto, de gran importancia, es la clarificación de los términos precisos de la convivencia, durante los tres años y medio que duraría el proceso de transición, de las unidades de cuentas nacionales y europeas. Por este motivo, debería establecerse un marco jurídico claro desde el primer día, de forma que se proporcionara seguridad y certidumbre jurídica a los agentes económicos. Esta legislación debería garantizar una equivalencia, exigible legalmente, entre las unidades de cuenta na-

cionales y la europea. En este contexto es posible permitir a los agentes una cierta libertad para utilizar la moneda europea en relaciones contractuales sin, por ello, imponer su uso.

En *tercer* y último lugar, todas las decisiones de gobiernos y bancos centrales desde el comienzo de la etapa tres deben dejar clara la irreversibilidad del proceso. Todas las operaciones de política monetaria serán anunciadas y ejecutadas en la moneda europea por el Sistema Europeo de Bancos Centrales; todas las contrapartidas del Sistema Europeo de Bancos Centrales frente a terceras partes vendrán expresadas en moneda europea.

En el caso de las instituciones financieras que no hayan podido proveerse con los servicios de conversión necesarios para convertir cantidades de monedas nacionales en cantidades en moneda europea, y viceversa, los bancos centrales nacionales deberán proporcionárselos.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales apoyará la coordinación de las acciones de los participantes en el mercado, de forma que se garantice el correcto funcionamiento del mercado monetario a escala europea basado en la moneda única. Contribuirá a definir los principales elementos de ese mercado y ofrecerá un sistema de pagos brutos en tiempo real (el llamado sistema TARGET), en el que el sistema de interconexión operará en la moneda europea y en el que los sistemas nacionales de pagos brutos en tiempo real podrían operar en la moneda única desde el mismo comienzo de la etapa tres.

Se espera que los mercados financieros adopten la moneda europea en una etapa temprana. Sin embargo, la mayoría de los agentes privados individuales y de las empresas continuarán usando para sus operaciones la unidad de cuenta nacional.

Espero que se pueda culminar este proyecto. Esto sólo será posible con la participación activa de todos y, en concreto, con la buena voluntad de la comunidad bancaria.