

LOS MERCADOS DE DIVISAS: VIRTUALIDAD DEL SME Y POSIBILIDADES DE LA MONEDA ÚNICA EUROPEA

Luis M. LINDE

I. INTRODUCCIÓN

EL proyecto de construir en la Unión Europea un área monetaria unificada se planteó por primera vez a finales de los años sesenta y terminó en el Informe Werner (1970), que contenía ya muchas de las ideas que reaparecieron después en el Informe Delors (1989). La primera crisis del petróleo de 1974 y sus consecuencias económicas y políticas hicieron inevitable que aquel primer intento quedara archivado.

El acuerdo franco-alemán de 1978 para crear el Sistema Monetario Europeo y su mecanismo de cambios reinició otra vez el camino hacia la unión monetaria, pero ahora dando un rodeo, un rodeo que era a la vez —como el tiempo ha demostrado— inteligente y realista. El proyecto de unión monetaria que queda plasmado en el Tratado de Maastricht tiene su origen lejano en el Informe Werner, y sus antecedentes más cercanos tanto en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) como en el Acta Única Europea y en la Directiva de 24 de junio de 1988, cuyo objetivo fue la completa abolición de los controles de cambio y la plena libertad de movimientos de capitales en el área de la Unión Europea. Si, finalmente, la unión monetaria llega a ser una realidad —incluso en el caso de que lo llegue a ser, pero no en los momentos precisos previstos inicialmente en Maastricht—, podrá decirse, sin duda, que la estabi-

lidad cambiaria y la convergencia económica logradas a través del SME han sido un factor absolutamente esencial y determinante para la consecución de tal objetivo.

En este trabajo, se intenta aclarar la conexión entre la vigencia del SME y el proyecto de la unión monetaria en los mercados de divisas, tal como éstos funcionan en la realidad. El trabajo está dividido en tres partes.

Primero, me detendré brevemente en los rasgos fundamentales del SME, tal como ha funcionado durante los últimos quince años, a lo largo de los cuales los mercados de divisas han experimentado un enorme crecimiento en su volumen de operaciones y una profunda transformación técnica.

En segundo lugar, me voy a referir a las hipótesis, o «escenarios», que ahora se están manejando respecto a la forma de implantación de la moneda única, porque, aunque aún quedan muchos cabos por atar y muchas decisiones técnicas por tomar, ya es posible tener, creo que con bastante aproximación, un esquema general realista para ese «escenario».

Finalmente, apuntaré cuáles pueden ser las principales dificultades con las que va a encontrarse la implantación de la moneda única, y la relación entre ésta y las monedas de la Unión que no participen en la moneda única.

II. EL SME Y LOS MERCADOS DE DIVISAS DE 1979 A 1995

El SME y su mecanismo de cambios nacieron hace ahora dieciséis años. El mundo económico y cambiario era entonces muy diferente al actual. En 1979, existían controles de capitales muy rígidos en casi todos los países europeos; el volumen de operaciones en los mercados internacionales era sólo una fracción de los volúmenes actuales; se estaba en los inicios de la revolución en las comunicaciones y en los procedimientos operativos informatizados; el mundo de los derivados financieros estaba en sus balbucesos; y aún no se había extendido en el mercado de divisas la gestión profesional de fondos y patrimonios.

Pero si todas esas características técnicas eran diferentes a comienzos de los ochenta, la diferencia es, si cabe, más profunda en lo que podemos denominar el contexto ideológico en que se movía la economía internacional. A comienzos de esa década, las tasas de inflación en casi todos los países de la OCDE eran muy elevadas tras los dos *shocks* petrolíferos, y la ideología económica dominante no atribuía a la estabilidad de precios la prioridad que hoy se le otorga.

El paso del tiempo, las crisis cambiarias y monetarias que hemos padecido, las incidencias políticas de diverso orden, han afectado a la opinión de muchos sobre los méritos del SME y de su mecanismo de cambios, que son, sin embargo, indiscutibles.

El SME, con sus dos características esenciales —la parrilla de paridades y el compromiso entre los bancos centrales participantes de apoyo recíproco en los mercados de divisas para mantener los tipos de cambio en

los límites acordados de fluctuación—, ha sido uno de los acuerdos monetarios internacionales de mayor éxito, y su contribución a la estabilidad de precios, a la consolidación del mercado único, a la completa abolición de los controles de cambios y, en definitiva, a la marcha hacia la unión económica y monetaria, ha sido decisiva. Creo que puede decirse que sin el SME de 1979 no habría existido el Tratado de Maastricht de 1992.

El mercado de divisas

El mercado de divisas —y digo *el* mercado de divisas porque realmente es un mercado integrado, quizás el único mercado universal de estas características— es, realmente, un mercado muy especial. Es un mercado universal, instantáneo y perfecto en el que confluyen, más que en ningún otro, todas las tensiones políticas y económicas que los medios de información nos hacen llegar todos los días; es un mercado donde la predicción resulta prácticamente imposible, y que, sobre todo y ante todo, se mueve siempre con un horizonte temporal muy corto y con un predominio muy claro, *en ese corto plazo*, de las decisiones puramente «cambistas» o especulativas sobre las decisiones que podríamos atribuir a lo que los economistas denominan «razones fundamentales».

En el corto plazo, los grandes operadores del mercado de divisas —grandes bancos, *hedge funds*, fondos de inversión, tesorías de las grandes compañías comerciales o industriales— se mueven, básicamente, atendiendo a la siguiente pregunta: ¿cómo va a reaccionar el mercado ante tal o cual noticia? Gran parte del juego de los cambistas consiste en *anticiparse a las anticipacio-*

nes de los demás; los mejores operadores del mercado de divisas son los que tienen un «olfato especial» para tener más aciertos que errores acerca de cómo va a reaccionar el mercado ante las noticias que se espera van a producirse; es decir, el mercado de divisas se mueve en el corto plazo impulsado por apuestas de los operadores sobre las noticias que van a producirse, y por apuestas de los operadores acerca de cómo va a reaccionar el mercado en su conjunto ante tales noticias.

Todo lo anterior se ha venido acentuando durante el último decenio, tras la desaparición de los controles de cambio, la utilización de los derivados, la internacionalización de los mercados de deuda y la revolución en las comunicaciones y en los procedimientos automáticos de contratación.

III. EL SME Y SU MECANISMO DE CAMBIOS

El mecanismo de cambios del SME tuvo, entre su entrada en vigor en 1980 y el acuerdo de agosto de 1993, dos etapas diferentes. La primera, que llega hasta 1987, fue de consolidación y de superación de las dificultades surgidas con motivo de la segunda crisis del petróleo en 1980; la segunda, se inicia con el reajuste de 1987 y se prolonga hasta la crisis de 1992-93, que tuvo sus raíces en las consecuencias de la reunificación alemana y en los bruscos cambios de expectativas respecto al ecu y a las monedas europeas con altos tipos de interés.

El elemento más novedoso del acuerdo sobre el SME y su mecanismo de cambios fue, sin duda, el relativo a los compromisos de

intervención ilimitada en los márgenes de fluctuación, según el cual, el banco o bancos emisores de las monedas más apreciadas se comprometían a intervenir, incluso ilimitadamente, para defender a las monedas más débiles; lo que es tanto como decir que los bancos centrales emisores de la moneda fuerte se comprometían a emitir cantidades ilimitadas de su propia moneda a cambio de las monedas débiles del Sistema. Este compromiso de intervención, que era lo que daba al SME su fuerza en los mercados de divisas, era, a su vez, su talón de Aquiles, su aspecto más delicado o débil en sentido político. En agosto de 1993, el SME se rompió, precisamente por aquí, cuando las autoridades alemanas manifestaron que no les era posible seguir emitiendo marcos para comprar francos franceses, debido a las complicaciones que ello provocaba en su política monetaria.

Aparte de otras consideraciones, es evidente que cualquier acuerdo de estabilidad cambiaría es más difícil de mantener en condiciones de absoluta libertad de movimientos de capitales que en condiciones de mayor restricción, aunque sólo sea porque ciertas restricciones cambiarias permiten ganar algo de tiempo a las autoridades. Si a esto añadimos las transformaciones en los mercados de divisas y la fuerza tomada por los mercados, puede suponerse que el SME se habría enfrentado a serias dificultades en todo caso, ante la aparición de divergencias importantes entre sus miembros.

El caso de Francia ilustra quizá mejor que ningún otro esta creciente dificultad. Durante los últimos años, Francia ha venido siguiendo una política de estabilidad de precios muy estricta, pero su tasa de paro no ha hecho

más que incrementarse, y los mercados han venido apostando, reiteradamente, desde 1992, contra el franco francés, esperando el abandono por parte de Francia de esa política. En las condiciones actuales de libertad cambiaria y de potencia de los mercados, esas presiones han sido, finalmente, insostenibles, y de hecho, aunque Francia no ha reajustado su tipo de cambio central en el SME desde 1987, el tipo de cambio de mercado franco francés/marco está, desde luego, fuera de la banda del $\pm 2,25$ por 100; ha llegado a alcanzar una depreciación de casi 5 por 100 frente al límite de depreciación de la antigua banda estrecha.

Hay razones para sostener, en consecuencia, que en las condiciones actuales de los mercados, y en condiciones de completa libertad de capitales, es extremadamente difícil para los bancos centrales mantener bandas muy estrechas de fluctuación; y que si esto se intenta, es una especie de continua invitación a la especulación.

Surge, entonces, la cuestión de si es o no posible adoptar medidas para controlar o impedir la especulación cambiaria. Pero no es posible impedir o penalizar la especulación cambiaria sin impedir o penalizar otras operaciones que no conviene impedir o perturbar, ya sea porque contribuyen al desarrollo de los mercados financieros o de deuda, porque están ligadas a flujos de inversión, porque apoyan el comercio exterior, etcétera.

Por ello, puede, quizá, decirse que una de las causas del movimiento hacia la moneda única ha sido, posiblemente, la transformación operada en los mercados de divisas, una transformación que ha hecho cada vez más difi-

cil el funcionamiento del SME con bandas estrechas de fluctuación. En cierto sentido, puede entenderse que el impulso hacia la unión monetaria es la respuesta de las autoridades políticas y económicas de los países de la Unión Europea a la inestabilidad de los mercados cambiarios.

IV. LOS «ESCENARIOS» DE IMPLANTACIÓN DE LA MONEDA ÚNICA

De acuerdo con el calendario establecido en el Tratado de Maastricht, las fechas clave en el proceso de implantación de la moneda única serán:

– En diciembre de 1997, o enero de 1998, el Consejo de Jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea decidirá qué países miembros van a participar en la unión monetaria. Esta decisión del Consejo de Jefes de Estado y de Gobierno deberá tomarse por mayoría cualificada, y sobre la base de las recomendaciones del Consejo de Ministros de Economía y Hacienda. El criterio de mayoría cualificada exigirá la concurrencia de un doble requisito: el voto favorable de al menos 10 estados miembros —de los 15 que conforman la Unión Europea— y que alcancen, al menos, 62 votos del total de 87 votos atribuidos al conjunto de los países. Es, de paso, interesante señalar que la decisión de excluir a un país de la unión monetaria requerirá una votación cualificada que, por razones aritméticas, exigirá el voto a favor de tal exclusión del propio país excluido o, al menos, de algún otro país excluido.

– A partir de enero de 1998, se abre un período que, como máximo, durará un año, que en la jerga de los expertos se conoce como «período interino», duran-

te el cual, aparte de otras decisiones técnicas y legales, habrá que tomar una decisión trascendental: la fijación de las paridades de las monedas con la moneda única y, por consiguiente, entre sí. Esta decisión puede tomarse el último día de ese período interino —digamos el 31 de diciembre de 1998—, pero también podría tomarse con alguna antelación, con el fin de evitar tensiones en los mercados de divisas.

– El 1 de enero de 1999 entrará en vigor la unión monetaria para los países que participen en ella, empezará a operar el Banco Central Europeo y, a partir de este instante, se planteará la pregunta de cómo implantar la moneda única, cómo sustituir las monedas nacionales por la nueva moneda en todas las transacciones y mercados. Esta es la cuestión que en la jerga del Comité Monetario, de la Comisión de Bruselas y del Instituto Monetario Europeo se conoce como la cuestión de los «escenarios».

En esencia, se han discutido tres «escenarios» posibles de implantación de la futura moneda única. Se conocen como el *Big-Bang*, el *Big-Bang* retrasado y un tercero, intermedio entre ambos, que no tiene nombre propio, y que denominaremos «solución intermedia».

1) El *Big-Bang* fue el escenario considerado inicialmente por los expertos. Consistiría en implantar, de golpe, el día 1 de enero de 1999, el uso de la moneda única para todas las transacciones y en todos los mercados. Aunque teóricamente posible, esta solución es difícil en la práctica, por razones de calendario, por razones políticas y por sus dificultades técnicas. Hace ya meses que se abandonó como una opción práctica.

2) El *Big-Bang* retrasado sería, en realidad, una opción semejante a la anterior, sólo que, como su nombre indica, retrasada en el tiempo. En esta variante, las autoridades le dirían a los mercados: dentro de tres, cuatro, o los años que sean, en un día determinado anunciado con mucha antelación, todas las transacciones pasarán a denominarse en la moneda única, y mientras tanto se seguirán utilizando sólo las monedas nacionales.

Esta opción, aparte de plantear, en realidad, problemas técnicos parecidos a los del *Big-Bang*, presentaba un inconveniente fundamental: implicaría que durante varios años la moneda común, ya definida en su nombre y en sus paridades con las monedas nacionales partícipes, tendría una existencia puramente nominal, un tanto fantasmagórica, porque no se utilizaría para denominar ninguna transacción. Y esto plantearía un problema muy claro, pues pondría a prueba la confianza de los mercados en lo irreversible del proceso y en lo irrevocable de las paridades fijadas.

Esta opción, que fue defendida durante algunos meses por las autoridades alemanas —que son partidarias, como es bien sabido, de una cautela extrema en todo el proceso— ha sido también abandonada, precisamente, por los inconvenientes señalados.

3) La eliminación del *Big-Bang*, inmediato o retrasado, ha llevado a una tercera solución, una solución intermedia, en torno a la cual se está consolidando el consenso. Esta solución intermedia, que *no* está aún cerrada, tendría los siguientes elementos fundamentales:

- A partir del 1 de enero de 1999, o de la fecha en que entre

en vigor la unión monetaria, la moneda única será utilizada para su contabilidad y sus operaciones en el mercado monetario y de divisas por el Banco Central Europeo, bien inmediatamente, bien tras alguna moratoria que podría ser de algunos meses.

- No habrá ninguna obligación legal para nadie de denominar sus operaciones en la moneda común durante un período que puede durar, incluso, algunos años.

- Durante ese período, las autoridades nacionales, separadamente, y de modo conjunto a través de la Unión Europea y sus instituciones, irían estimulando la sustitución de las denominaciones nacionales por la moneda común en los diversos mercados y transacciones, teniendo en cuenta que existiría una fecha tope o final a partir de la cual desaparecerían las denominaciones nacionales.

- Al final de esta fase, se pondrían en circulación billetes y monedas de la moneda única, y al cabo de un cierto período adicional —quizás, unos dos años—, se retirarían de la circulación los billetes y monedas nacionales, y quedarían sólo los de la moneda común.

Este es, expuesto de modo muy esquemático y en sus rasgos más gruesos, el escenario básico que más probabilidades tiene de ser considerado para su aprobación.

Evidentemente, el proceso está teniendo dificultades políticas, legales y técnicas, y la cantidad y calidad de problemas a resolver es muy grande. A continuación, examinaremos algunos grupos de problemas.

En primer lugar, están los problemas más técnicos relacionados con los sistemas de pagos,

su interconexión y el hecho de que, durante varios años, deberán convivir y ser perfectamente sustitutivas las denominaciones en las monedas nacionales y en la moneda común. Teóricamente, y para poder visualizar rápidamente el problema, éste es análogo al que se produciría, por ejemplo, en España si fuera legal denominar operaciones, cobros y pagos, nominales de acciones, bonos y préstamos, impuestos, salarios, etc. simultáneamente en pesetas y, digamos, duros. Nadie tiene ninguna duda en España de que 20 duros son 100 pesetas. Pero si nuestros sistemas informáticos y de pagos tuvieran que aceptar órdenes en pesetas y duros, tendríamos que modificar todo el substrato informático y la mecánica de las operaciones. Y no sólo el substrato informático de los sistemas de pagos, sino además los cajeros automáticos y otras muchas máquinas que están preparadas para funcionar en pesetas y no en otra unidad de cuenta.

Para muchas entidades financieras y bancos, no será un problema el mantener su contabilidad simultáneamente en monedas nacionales y ecus, y servir a su clientela simultáneamente en las dos denominaciones; pero para otras entidades más pequeñas tal cosa podría plantear problemas, y, por ello, el escenario intermedio podrá incorporar una especie de «libertad nacional» para que en cada mercado nacional se avance a un ritmo o a otro, dentro de ciertos límites, en función de sus características.

En segundo lugar, se plantean los problemas que podemos denominar políticos o, con mayor precisión, la cuestión de la actitud que adopten las autoridades nacionales para estimular este proceso. Una de las cuestiones más importantes es la de la denominación de las emisiones de

deuda pública. Parece evidente que la deuda a largo plazo deberá ser emitida en la moneda única, pero ¿qué hacer con la deuda a corto plazo? ¿Van a denominarse los presupuestos públicos en la moneda europea? ¿Y los impuestos? ¿Va a estimularse a las sociedades rectoras de la Bolsa y mercados de derivados a redenominar en la moneda común todos los títulos lo antes posible? ¿Va a ponerse sólo una fecha tope al final de proceso o van a fijarse fechas intermedias?

En tercer lugar, se plantean problemas legales relacionados con la consideración que se dé a la moneda común europea y a la moneda nacional durante los dos o tres años en que podrían —en el «escenario» que estamos considerando— ser utilizadas en paralelo.

En principio, existen varias posibles soluciones para la fase de coexistencia entre la moneda común y las antiguas monedas nacionales.

Una primera solución sería acordar que a partir de la entrada en vigor de la unión monetaria sólo la nueva moneda común es moneda en sentido pleno; las monedas nacionales no serían en esta fase más que submúltiplos no decimales de la moneda común. Esta solución, que es la más simple y tajante, se enfrenta, sin embargo, a diversos problemas. El primero de ellos es que como al inicio de la unión monetaria no habría todavía billetes y monedas de la moneda única en circulación, sería un tanto extraño que la única moneda plena de dicha unión fuese una moneda sin billetes y sin moneda metálica, que son en todos los países la expresión monetaria a la que corresponde o se atribuye el curso legal.

Esta solución, además, se enfrenta a la dificultad que para algunos países implicaría un abandono demasiado rápido de las denominaciones nacionales.

Una segunda solución sería establecer que durante los primeros dos o tres años de la unión monetaria coexistan las monedas nacionales y la moneda única con idéntica naturaleza; es decir, siendo ambas monedas en cada país en sentido pleno, sólo que con unos tipos de cambio fijados de modo irrevocable.

Esta solución es también acorde con el Tratado de Maastricht, pero, evidentemente, da lugar a otros problemas —cierta confusión, incertidumbre a la hora de denominar operaciones, etc.— y, por eso, encuentra asimismo oposición en algunos miembros.

La tercera solución sería mantener las monedas nacionales como únicas monedas en sentido pleno y con curso legal durante el período de dos o tres años a que nos estamos refiriendo, pero aceptando el uso de la moneda común no tanto como moneda en sentido pleno, sino como unidad de cuenta, de tal forma que la denominación de deudas y créditos en la moneda común no sería obligatoria para nadie, y se entendería más como el uso de una unidad de cuenta que como el uso de una moneda plena.

Sea cual sea la solución que se adopte para la fase inicial de coexistencia legal de las monedas nacionales y la moneda única, se plantea otro problema interesante, el que se conoce en la jerga como «el problema de la continuidad de los contratos». Se trata de dilucidar si el deudor de ecus-cesta o el acreedor de ecus-cesta deben o tienen créditos en la moneda común una vez que ésta se implante.

Aunque, en principio, algunas interpretaciones del Tratado de Maastricht parecían apuntar en el sentido de esa continuidad, se plantean problemas difíciles. Por ejemplo, si alguna de las monedas que participan en la cesta del ecu no participa en la unión monetaria, es evidente que el valor externo futuro de la moneda única y de la vieja cesta del ecu puede no coincidir, y si ello conduce a que la moneda única es una moneda más fuerte que la vieja cesta del ecu, ello hará aparecer intereses claramente opuestos a deudores y acreedores. Por ello, algunos países miembros sostienen que hay una ruptura entre el ecu-cesta y la moneda común, diga lo que diga el Tratado de Maastricht, y que esa ruptura será aún más patente si la moneda común no se denomina ecu, tal como algunos miembros de la Unión, entre ellos Alemania, defienden con gran ardor.

V. LAS DIFICULTADES DEL PROCESO: CREDIBILIDAD Y RELACIONES ENTRE LA MONEDA ÚNICA Y LAS MONEDAS NO INTEGRADAS EN LA UNIÓN EUROPEA

El proceso hacia la unión monetaria tiene, como hemos visto, multitud de problemas técnicos y legales, pero, obviamente, la dificultad esencial no es técnica ni legal o formal, sino política.

Hay que empezar subrayando la dificultad y originalidad del proceso. El tipo de unión monetaria que se está fraguando en Europa no tiene precedentes históricos y, desde luego, no puede compararse con ninguno de los procesos de unificación monetaria que se produjeron en Europa en el siglo XIX, tras unificaciones

políticas de uno u otro tipo. En la Unión Europea se va a intentar algo realmente original: un cierto número de autoridades políticas que renuncian a su independencia monetaria, pero no renuncian a su soberanía política y fiscal.

Es inevitable que un proceso de estas características se enfrente a problemas de credibilidad, y que muchos participantes en los mercados y muchas autoridades de fuera de la Unión Europea mantengan cierto escepticismo y sigan albergando dudas sobre el final de todo el proyecto.

La falta de credibilidad puede tener diversas causas. Los mercados pueden estimar que tal o cual país participante no es homogéneo con los demás, tiene una política menos sólida y eso puede afectar a la Unión como un todo. O bien, puede ocurrir que fenómenos económicos o políticos imprevisibles afecten a la cohesión de la Unión hasta el punto de no hacerla creíble. O, quizá, los mercados pueden pretender que alguna o algunas de las paridades fijadas no es realista, reaccionando en consecuencia. El problema de la credibilidad será muy agudo durante todo el período de coexistencia de la moneda común con las monedas nacionales y, dada la fuerza y volatilidad de los mercados, esto es algo que preocupa profundamente a todos los que están trabajando en el diseño de la unión monetaria.

Pero hay un segundo grupo de problemas que puede afectar a la credibilidad del proceso, y que es, por así decir, interno a la propia Unión Europea: el impacto sobre la unión económica y monetaria de las economías de los países que no participan en la unión monetaria. Si varios países importantes de la Unión Europea

quedan fuera de la unión monetaria y, por consiguiente, sus economías mantienen el instrumento de su tipo de cambio, ello puede afectar seriamente a los principios del mercado único e, indirectamente, a la propia unión monetaria.

Aunque el Tratado de Maastricht no lo prevea expresamente, es muy probable que la situación que se cree en la Unión Europea tras el inicio de la unión monetaria conduzca a la firma de algún acuerdo cambiario entre los países que se integren en la moneda común y los que no, algún acuerdo que deberá tener, seguramente, elementos muy similares a los del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, un acuerdo que cree una zona de estabilidad cambiaria entre la futura moneda común y las restantes monedas existentes en la Unión Europea.

VI. CONCLUSIONES

1. El proyecto de la unión económica y monetaria culmina el esfuerzo de integración y convergencia económica hecho por la Comunidad Europea durante el último cuarto de siglo. El SME y su mecanismo de cambios, el Acta Única Europea y la Directiva comunitaria de 1988, que estableció la completa libertad de movimiento de capitales, han sido los fundamentos de este proyecto.

2. A pesar de todos sus defectos y problemas, la contribución del mecanismo de cambios del SME a la estabilidad cambiaria y a la convergencia monetaria en Europa ha sido realmente muy importante.

El proyecto de la unión monetaria sería incomprensible y casi inconcebible si no hubiera existido antes el esfuerzo de estabili-

dad representado por el Sistema Monetario Europeo.

3. La implantación de la moneda única plantea complejos problemas técnicos, legales y políticos, y no es completamente seguro que, finalmente, se lleve a cabo exactamente en la forma prevista en el Tratado de Maastricht. En este sentido, la 2.^a Conferencia Intergubernamental, que deberá iniciarse en 1996 y terminar en 1997, será, por supuesto, fundamental.

La efectiva aparición de una unión monetaria y una moneda única en la que no participen todos los países de la Unión Europea puede plantear, independientemente de otros problemas, la ruptura de uno de los principios hasta ahora básicos en la Unión Europea: el de que los avances hacia la integración eran compartidos por todos.

Ello quiere decir que, en primer lugar, deberá resolverse la cuestión de cómo organizar la relación cambiaria entre la moneda única y la de los países de la Unión que no participan en esa moneda única. Parece inevitable que se lleve a algún acuerdo similar al SME entre la moneda única y las monedas no participantes.

4. El proyecto de la unión monetaria no tiene precedentes históricos, porque no hay precedentes de uniones monetarias no hechas bajo el paraguas de una única autoridad política y fiscal. Por ello, las dudas sobre el realismo final del proyecto y sus posibles contradicciones y efectos negativos son legítimas. Pero también lo son las consideraciones de aquéllos que estiman que la integración económica europea ha llegado a un punto en el que si no hay moneda única pueden plantearse pasos atrás en la unión económica y en el mercado único.

Resumen

En este trabajo se analiza la evolución del Sistema Monetario Europeo en el contexto de las transformaciones en los mercados de divisas ocurridas en el último decenio. A continuación se resumen las opciones para la implantación de la moneda única en el marco de las previsiones del Tratado de Maastricht para conseguir la Unión Monetaria.

Palabras clave: divisas, sistema monetario, moneda única, Maastricht.

Abstract

This paper analyzes the European Monetary System against the backdrop of the transformation of foreign exchange markets in the past ten years. It then summarizes the options for the introduction of a single currency within the framework of the provisions of the Maastricht Treaty aimed at achieving monetary union.

Key words: foreign currency, Monetary System, single currency, Maastricht.

JEL classification: F31, F33.