

El euro: balance de los tres primeros años

Joan Elias (director)

Pere Miret

Àlex Ruiz

Valentí Sabaté



El euro ha transformado muchos aspectos de la vida económica y financiera desde su creación en 1999. El euro no ha podido funcionar con normalidad debido a que no ha existido como moneda física de uso cotidiano. El peculiar diseño de la transición al euro convirtió esos tres primeros años en un periodo transitorio en el cual la moneda europea no pudo cumplir todas sus funciones como dinero. Pero en cualquier caso su impacto sobre las economías ha sido muy importante. En este estudio se revisan los efectos directos de la implantación del euro, prestando una atención especial a la política monetaria y al tipo de cambio. También se examinan los efectos y las influencias de la moneda única sobre la economía de la zona del euro, teniendo en cuenta las limitaciones que impone el hecho de que los tres años del periodo transitorio no constituyen un espacio de tiempo suficiente como para alcanzar resultados concluyentes. También se intenta identificar el impacto sobre la economía española, en el gasto de los consumidores, la inversión de las empresas, las cuentas del sector público, la financiación de compañías y particulares, el empleo, etc. Un último capítulo sintetiza las principales conclusiones.



El euro: balance de los tres primeros años

Joan Elias (director)
Pere Miret
Àlex Ruiz
Valentí Sabaté

Edición electrónica disponible en Internet:
www.estudios.lacaixa.es



Servicio de Estudios

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629, planta 15, torre I
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.estudios.lacaixa.es
Correo-e: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona "la Caixa", 2001

ÍNDICE

	PÁG.
PRESENTACIÓN	9
INTRODUCCIÓN	11
Primera parte: HA NACIDO UNA MONEDA	
I. ... Y EL EURO VIO LA LUZ	17
1.1. El diseño general del proceso de introducción del euro	18
1.2. El periodo transitorio a examen: racionalidad del uso excepcional del euro	22
1.3. El último paso: el funcionamiento del periodo de cambio	28
II. UNA MONEDA, UNA POLÍTICA MONETARIA	33
2.1. Los objetivos del euro	33
2.2. La estrategia de la política monetaria	36
2.3. Semejanzas y diferencias respecto a las políticas monetarias nacionales anteriores	40
2.4. Críticas, problemas y evolución	41
III. UNO PARA TODOS, TODOS PARA UNO: BANCOS CENTRALES NACIONALES, BCE Y SEBC	46
3.1. La estructura ‘federal’ del SEBC	46
3.2. Función de cada institución y órgano de gobierno	51
3.3. Las personas	54
3.4. Transparencia y rendición de cuentas	56
3.5. ¿Independencia o aislamiento?	60

	PÁG.
IV. DESDE FRANCFORT, CON AMOR	64
4.1. La aplicación de la política monetaria única	64
4.2. Operativa	66
4.3. Tipos de interés de referencia	71
4.4. La integración de los mercados monetarios	74
V. EL BCE Y LA ESTABILIDAD DE PRECIOS	77
5.1. ¿Por qué el BCE no cumple sus objetivos de política monetaria?	77
VI. LOS RESPONSABLES DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO	84
6.1. Reparto de competencias	84
6.2. La representación internacional del euro	89
6.3. Más allá de la zona del euro	91
6.4. La operativa de las reservas exteriores	94
VII. ¿POR QUÉ SE DERRUMBÓ EL EURO?	97
7.1. El ecu fuerte de 1998	97
7.2. Las expectativas de fortaleza del euro antes de 1999	99
7.3. Valoración de las razones que explican el desplome de la moneda única	100
Segunda parte: EL EURO Y LA ECONOMÍA EUROPEA	
VIII. LOS DOCE DEL EURO	113
8.1. La zona del euro en el mundo	114
8.2. Tres ámbitos singulares de la zona del euro (I): el mercado de trabajo	117
8.3. Tres ámbitos singulares de la zona del euro (II): el sector público	120

	<u>PÁG.</u>
8.4. Tres ámbitos singulares de la zona del euro (III): mercados de bienes y servicios	122
IX. LA COYUNTURA DE LA EUROZONA DURANTE EL PERIODO TRANSITORIO	127
9.1. Las sombrías perspectivas del otoño de 1998 abren paso a la recuperación de 1999	127
9.2. Camino de ida y vuelta en 2000-2001	129
9.3. De Alemania a Francia pasando por Irlanda: fuertes diferencias en los modelos de crecimiento	130
9.4. La tendencia a la concentración empresarial en la zona del euro	134
9.5. Convergencia en precios: ¿realidad o deseo?	136
9.6. La evolución de la convergencia cíclica	141
X. LA COORDINACIÓN DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS	143
10.1. Las orientaciones generales de política económica	143
10.2. La supervisión multilateral de las políticas económicas	147
10.3. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento	148
10.4. El Proceso de Luxemburgo: la estrategia coordinada para el empleo	150
10.5. El Proceso de Cardiff: impulso de las reformas estructurales	151
10.6. El Proceso de Colonia: el diálogo macroeconómico	154
XI. LA CORRECCIÓN DE LOS DÉFICIT PÚBLICOS EXCESIVOS	156
11.1. La evolución del déficit público en la década de los noventa	156
11.2. Las finanzas públicas bajo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento	161

	<u>PÁG.</u>
11.3. Las perspectivas presupuestarias a medio plazo: los programas de estabilidad	163
XII. EL EURO Y EL SISTEMA FINANCIERO	168
12.1. La integración de los mercados financieros	168
12.2. El ‘boom’ de las emisiones de renta fija en euros	169
12.3. La internacionalización de las carteras de los inversores	174
12.4. Euro y mercado financiero único	177
Tercera parte: EL EURO Y LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	
XIII. LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL CÍRCULO VIRTUOSO	183
13.1. La cuadratura del círculo	184
13.2. La contribución del sector público	187
13.3. Decae el optimismo, tras la euforia inicial	189
13.4. ¿Qué pasa con la productividad?	191
13.5. ¿Adónde va el ahorro?	193
13.6. Hacia la convergencia real	195
13.7. ¿Qué hubiera pasado de no estar en el euro?	197
XIV. DEMASIADA INFLACIÓN	200
14.1. Mirando a Europa	201
14.2. El exceso de inflación española, ¿coyuntural o estructural?	202
14.3. ¿En qué situación estamos?	203
14.4. ¿Hacia dónde vamos?	206

	PÁG.
XV. LA MONEDA ÚNICA Y EL MERCADO DE TRABAJO	209
15.1. ¿Se han cumplido las expectativas iniciales?	210
15.2. ¿Dónde estamos ahora?	212
15.3. ¿Qué se ha hecho hasta el momento?	214
15.4. Lo que falta por hacer	215
XVI. EN BUSCA DE LA COMPETITIVIDAD PERDIDA	220
16.1. El tipo de conversión, en perspectiva	220
16.2. ¿Ha sabido capitalizar la economía española el favorable tipo de conversión?	223
16.3. Las reformas estructurales, otra vez	224
16.4. ¡Que inventen ellos!	225
16.5. ¿Dónde está la nueva economía?	228
CONCLUSIONES	233

Presentación

La puesta en circulación del euro constituye la culminación de la Unión Económica y Monetaria y el abandono definitivo de las antiguas monedas nacionales, la peseta en nuestro caso. El euro es una realidad desde hace tres años, pero al no circular físicamente había impedido su utilización intensiva. Este carácter virtual y no real del euro es lo que explica que las antiguas monedas nacionales se hayan seguido utilizando como unidades de cuenta y de pago. Sin embargo, en estos tres años del denominado periodo transitorio, la moneda única ha tenido unos importantes efectos sobre muchos aspectos de la vida económica.

En el Servicio de Estudios de "la Caixa", el seguimiento de la coyuntura económica ocupa un lugar preferente dentro de las tareas cotidianas, lo cual se plasma en la elaboración del Informe Mensual, que viene publicándose desde hace ya más de veinte años, y donde se analizan los aspectos más relevantes de la situación de la economía nacional e internacional, prestando una atención especial a la Unión Europea. Partiendo del conocimiento que otorga el seguimiento continuado de la coyuntura, hemos creído oportuno preguntarnos cuáles han sido los efectos de la moneda única en estos tres años de existencia. El resultado ha sido un trabajo que pretende señalar los principales aspectos que definen el cambio a la nueva moneda de una forma clara y sintética.

Se trata, en definitiva, de la continuación de una serie de estudios que se iniciaron en 1996, con la publicación en esta colección de El desafío de la moneda única europea, un trabajo orientado a explicar lo que iba a representar el euro, en unos momentos en que había todavía un gran desconocimiento sobre el tema. En 1997, una serie de expertos discutieron los costes y los beneficios de la moneda única en España y el euro: riesgos y oportunidades. Al año siguiente publicamos El impacto del euro en los mercados financieros, y el año pasado, y a modo de despedida de la peseta, un conjunto de destacados académicos repasó la historia de la peseta en Del real al euro. Una historia de la peseta.

En el momento en que el euro se transforma en una moneda en el pleno sentido del término, parece oportuno dedicar un trabajo de esta colección a analizar lo que han representado estos tres años de periodo transitorio. Joan Elias, director de estudios económicos y monetarios de este Servicio de Estudios se ha encargado de dirigir el grupo de economistas que formado por Pere Miret, Àlex Ruiz y Valentí Sabaté ha desbrozado la trayectoria de la moneda única desde el 1 de enero de 1999. Esperamos que este trabajo tenga por lo menos la misma buena acogida que los anteriores.

Josep M. Carrau

Director del Servicio de Estudios

Barcelona, diciembre de 2001

Introducción

El uso de dinero tal y como lo concebimos en la actualidad en sus tres funciones elementales (unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor) tiene un origen relativamente tardío. La acuñación de moneda metálica, uno de los inventos más trascendentales en la historia de la humanidad, se remonta a finales del siglo VII o a principios del siglo VI a. J.C. y tuvo lugar en las ciudades griegas del Asia Menor. Sin embargo, fue una auténtica revolución, al permitir superar el mecanismo de trueque en los intercambios cotidianos y ampliar el potencial de expansión que supone una economía de cambio.

La moneda metálica es sólo una de las formas que puede adoptar el dinero. Hacia el siglo VII, en China se creaba moneda fiduciaria de papel, es decir, billetes que hacían la función de moneda de curso legal con la garantía de la dinastía reinante y bajo la amenaza de decapitación a todos aquellos que osaran falsificarla. En Europa, la moneda metálica creada a partir de algún metal precioso, como el oro y la plata, fue la única forma conocida y posible de dinero durante mucho tiempo. La letra de cambio y los pagarés financieros fueron innovaciones de los italianos en el siglo XIII, que facilitaron el comercio y el intercambio, pero no fue hasta los siglos XVII y XVIII que apareció la moneda fiduciaria, respaldada por una determinada reserva de metal, a menudo asociada con la instauración de bancos nacionales, lo que hoy serían bancos centrales.

No cabe duda de que el euro es un nuevo paso en la evolución del concepto de dinero. No por su naturaleza en sí, sino por el hecho de que por primera vez no hay un estado soberano detrás del mismo que garantice su valor. El euro es creado por un tratado internacional a través del cual un conjunto de estados deciden compartir una moneda sobre cuyo control tienen una influencia algo difusa. Hasta el advenimiento del euro, el dinero ha sido un símbolo de soberanía. En los estados modernos, ocupa un lugar de privilegio al lado de la bandera, el himno nacional u otros emblemas tradicionales. Ya las primeras monedas acuñadas en las ciudades griegas del Asia Menor se distinguían por estampillar la efigie del soberano o de algún símbolo que certificara su origen y diera garantías sobre su contenido o *ley* (proporción de metal fino y aleación). El euro rompe con todas estas tradiciones.

Los doce estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda común han renunciado a la competencia monetaria en aras de la consecución de un espacio monetario común. Partidarios y detractores tienen campo abonado a la hora de juzgar el experimento. El euro puede contemplarse como una consecuencia lógica y necesaria de la creación de un mercado interior único. O como una maniobra para imponer una unidad política artificial cuyo fundamento es defectuoso y que por tanto es inviable. Un premio Nobel de economía como Robert Mundell alaba la idea como atinada. Otro premio de la Academia sueca como Milton Friedman predice su fracaso absoluto.

El euro se gestó a finales de los ochenta, en un momento de euforia europeísta, si bien dos décadas antes se había intentado sin éxito la unificación monetaria. La crisis de principios de los noventa desató una ola de incredulidad general sobre la creación de la moneda única. La idea fue torpedeada desde campos relevantes de la academia y de los negocios. La opinión pública se asustó ante las amenazas de que la moneda europea exigía recortar el *Estado del Bienestar*. Pero siguió adelante por la voluntad de los políticos y por el compromiso escrito en el Tratado de la Unión Europea. El hecho es que el euro se puso en marcha hace ya tres años, y es ahora la unidad monetaria nacional de Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Portugal, Irlanda, Finlandia, Grecia y Luxemburgo.

España ha desempeñado un papel de relieve en la creación de la moneda única. Desde el punto de vista institucional, destaca el hecho de que dos cumbres decisivas en el avance del euro se han celebrado en nuestro país: en junio de 1989, cuando se aprobó el *Plan Delors*, y en diciembre de 1995, cuando se dio el visto bueno al calendario de introducción de la moneda única, arrancando así el proceso que culmina en 2002. Precisamente, la definitiva puesta en circulación de los billetes y monedas en euros, a principios de 2002, coincide con la presidencia española del Consejo de Ministros de la UE. Además, España jugó desde un primer momento la carta de la moneda única. La peseta se sumó al ecu en 1989 y resistió las embestidas de la crisis monetaria de 1992-93 mejor que la libra esterlina o la lira italiana, que tuvieron que abandonar el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Tras la firma del Tratado de Maastricht, las autoridades económicas y monetarias debieron enfrentarse a la pretensión de determinados ámbitos económicos y políticos europeos de iniciar la moneda única con un núcleo reducido y *selecto* de países (Alemania, Francia y las pequeñas economías centroeuropeas monetariamente satélites del *deutschemerk*), dejando para más adelante a las economías consideradas *periféricas* como la española. Pero España hizo los deberes mejor incluso que algunas de las supuestas economías virtuosas de la Unión. La determinación de estar en el euro tuvo su recompensa en el Consejo de mayo de 1998, cuando nuestro país se incluyó en el amplio grupo de países que unos meses más tarde fundirían sus monedas nacionales en la divisa común.

Tres años después de la puesta en marcha del euro, deberíamos disponer de una perspectiva suficiente para juzgar lo que ha sido la moneda única. Sin embargo, el euro no ha podido funcionar con normalidad debido a que no ha existido como moneda física de uso cotidiano. El peculiar diseño de la transición al euro convirtió estos tres primeros años en un periodo transitorio en el cual la moneda europea no ha podido cumplir todas sus funciones como dinero. Las antiguas monedas nacionales han seguido circulando y para gran parte de la población apenas nada había cambiado. Pero no es así. El euro ha transformado muchos aspectos de la vida económica y financiera. Este es, precisamente, el objeto de estudio del trabajo que sigue.

Este estudio se estructura en tres partes básicas. En la primera parte se revisan los efectos directos de la implantación del euro, prestando una atención especial a la política monetaria y al tipo de cambio. En la segunda parte se examinan los efectos y las influencias de la moneda única sobre la economía de la zona del euro, teniendo en cuenta las limitaciones que impone el hecho de que los tres años del periodo transitorio constituyen un espacio de tiempo insuficiente para alcanzar resultados concluyentes. La tercera parte se dedica a hacer algo parecido con la economía española, tratando de identificar el impacto que la moneda europea ha tenido sobre el gasto de los consumidores, la inversión de las empresas, las cuentas del sector público, la financiación de compañías y particulares, el empleo, etc. Cierra el trabajo una cuarta parte donde se sintetizan las principales conclusiones.

Primera parte

HA NACIDO UNA MONEDA

I. ...Y el euro vio la luz

El día 31 de diciembre de 1998, once de los quince ministros de economía y finanzas de los estados de la Unión Europea (UE) ratificaron su renuncia a disponer de moneda propia en favor de una nueva divisa común, el euro. Esta formalidad representó el inicio del curso legal del euro, a partir del primero de enero de 1999, con ciertas particularidades. La principal, que durante tres años, entre el primero de enero de 1999 y el 31 de diciembre de 2001, el euro no circularía todavía en forma de moneda fraccionaria y billetes, de modo que para pagos al contado se seguirían utilizando las antiguas monedas nacionales. El uso del euro, por tanto, sería exclusivamente contable o escritural y, además, sujeto a la voluntad de utilización de las partes. Este lapso de tiempo, conocido como *periodo transitorio*, permitiría avanzar en los trabajos de preparación de las administraciones públicas y de los agentes económicos privados, empresas y particulares. A partir del 1 de enero de 2002 se abriría un periodo de cambio con la finalidad de sustituir físicamente las monedas nacionales por el euro.

Esta primera parte trata de recoger los cambios que la nueva moneda ha introducido en el sistema monetario de los países que la han adoptado, cómo se ha construido el edificio institucional que soporta al euro y cuáles son los resultados que pueden extraerse de la experiencia. En este primer capítulo nos preguntamos si el periodo transitorio ha cumplido con las funciones asignadas, aunque esta cuestión requiere, a su vez, un planteamiento

más amplio y evaluar previamente si el diseño global del proceso de transición a la moneda única ha funcionado de forma correcta.

1.1. El diseño general del proceso de introducción del euro

Cuando la UE decidió, a finales de los años ochenta, dar un paso adelante en el proceso de construcción europea mediante la integración monetaria, las opciones posibles para establecer la estrategia de consecución eran muy diversas. El proceso no tenía precedentes de utilidad, más allá de algunos intentos alejados en el tiempo o en las condiciones políticas y económicas –como la Unión Monetaria Latina (entre 1865-1927, constituida, en diferentes momentos, por Francia, Bélgica, Suiza, Italia, Grecia, Rumanía y los Estados Pontificios) o la Unión Monetaria Escandinava (que se mantuvo entre 1873-1931 y la formaron Suecia, Noruega y Dinamarca)–. Se disponía, eso sí, de un primer proyecto realizado en 1970, el llamado «Informe Werner», que fue considerado una referencia clave por el grupo de trabajo que, bajo la dirección del entonces presidente de la Comisión, Jacques Delors, preparó las líneas maestras del proceso de integración monetaria. El resultado de los trabajos de dicho grupo consistió en la definición de un calendario en tres etapas (véase el cuadro 1.1) y de las instituciones y ajustes institucionales que requeriría la realización de una Unión Económica y Monetaria (UEM). Las conclusiones del llamado Informe Delors fueron asumidas políticamente en el Consejo Europeo de Madrid en junio de 1989. La primera etapa de la UEM comenzó el 1 de julio de 1990. Pero para poner en marcha las dos etapas siguientes había que proceder a una importante reforma institucional. Tras los trabajos de la Conferencia Intergubernamental iniciada a finales de 1990 y la negociación final acaecida en el Consejo Europeo celebrado en la ciudad holandesa de Maastricht en diciembre de 1991, el nuevo Tratado de la Unión Europea fue firmado en 1992 en dicha ciudad (conociéndose, en consecuencia, como Tratado de Maastricht). El Tratado recogía el calendario y el proceso de transición hacia la UEM del Informe Delors, aunque con algunas modificaciones, y concretaba las bases jurídicas de un profundo cambio de la realidad comunitaria en el ámbito institucional.

EL CALENDARIO DE CONSECUCCIÓN DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Primera fase (del 1 de julio de 1990 al 31 de diciembre de 1993)

- Liberalización del movimiento de capitales y de los servicios financieros en la Comunidad
- Supervisión multilateral de la política económica e impulso de la convergencia monetaria y económica
- Incremento de la cooperación monetaria

Segunda fase (del 1 de enero de 1994 al 31 de diciembre de 1998, como máximo)

- Liberalización de los movimientos de capitales con países terceros
- Prohibición de financiación privilegiada de las administraciones públicas y aplicación del principio de no corresponsabilidad financiera
- Aplicación del procedimiento de déficit excesivo
- Establecimiento y puesta en marcha del Instituto Monetario Europeo con la función de preparar la tercera fase de la UEM en el ámbito monetario
- Cumplimiento de los criterios de convergencia nominal previstos en el Tratado de la Unión Europea
- Establecimiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo y aprobación de la legislación necesaria para la introducción del euro

Tercera fase (a partir del 1 de enero de 1999, como máximo)

- Fijación irrevocable del tipo de cambio y sustitución de las monedas nacionales participantes por la moneda única
- El Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Banco Central Europeo entran en pleno funcionamiento y desarrollan las funciones que tienen encomendadas, en particular la gestión de la política monetaria única
- La política de tipo de cambio la decide el Consejo, en colaboración con el Banco Central Europeo y la Comisión
- Procedimiento obligatorio (con sanciones) para evitar el déficit excesivo

Fuente: Elaboración propia en base a las resoluciones del Consejo Europeo, de la Comisión Europea y del Consejo de Ministros de la UE y a las disposiciones del Tratado.

Una de las disyuntivas más relevantes del debate previo al Tratado de Maastricht, por lo que se refiere a la transición final, era la adopción o no de una moneda única. La opción de sustituir las monedas nacionales por una común, frente a la alternativa de limitarse a establecer un tipo de cambio fijo e irrevocable entre las distintas divisas de los estados participantes en la UEM, se ha fundamentado por las autoridades comunitarias en seis efectos beneficiosos que cabe esperar de la moneda común:

1. La eliminación física de las monedas nacionales debería permitir que los costes de transacción fuesen menores.
2. La transparencia en precios será mayor.
3. Se generarán mayores economías de escala en los mercados financieros.
4. El papel de la Unión Europea en el sistema monetario internacional debería ser más importante que el de la suma de los países miembros.
5. Los agentes económicos otorgarán la máxima credibilidad al proceso de integración monetaria (debido a la dificultad de revertirlo).
6. Asimismo, dichos agentes económicos visualizarán con mayor claridad la existencia de la Unión Monetaria.

A partir de este calendario general, la Unión Europea preparó un nuevo calendario que desarrollaba específicamente la transición a la moneda única. La propuesta de la Comisión Europea, una vez considerada la opinión del Instituto Monetario Europeo, fue adoptada –junto con otra decisión relevante, la selección del nombre de *euro* para designar la moneda única– en el Consejo Europeo de Madrid de diciembre de 1995, aunque posteriormente ha sufrido precisiones importantes, especialmente en lo que se refiere al periodo de cambio. El procedimiento de introducción del euro propuesto por la Comisión Europea contemplaba diferentes posibilidades, aunque la principal decisión a adoptar era la velocidad del proceso de transición. Una introducción rápida del euro con todos los sectores operando en la moneda única desde el primer momento de la tercera fase, opción conocida como *big bang*, hubiese permitido minimizar una gran parte de los impactos negativos vinculados con la transición. De hecho, en la mayoría de cambios de régimen monetario, y en particular en los escasos antecedentes parcialmente comparables con la UEM, se optó por una alternativa tipo *big bang*.

Sin embargo, dos argumentos contrarios al *big bang* decidieron a las autoridades de la UE por una opción de transición progresiva. En primer lugar, se consideró que el alcance del cambio era excesivo como para confiar en una preparación corta y, por ello, se estableció una etapa de preparación, el periodo transitorio, para los agentes económicos. Un segundo argumento,

probablemente menos justificado, fue que los distintos procesos de adaptación técnica, y en especial la fabricación de billetes y monedas, requerirían de un periodo aproximado de tres años. Partiendo de estas consideraciones, y del marco general establecido en el Tratado de Maastricht, el diseño preciso del calendario se organizó en tres fases (véase el cuadro 1.2), dos de ellas, el periodo de preparación (1995-1998) y el transitorio (1999-2001), sin circulación física de la moneda única.

Cuadro 1.2

EL CALENDARIO DE INTRODUCCIÓN DE LA MONEDA ÚNICA

Fase A: periodo de preparación (1995-1998)

- Preparación legislativa e institucional para garantizar la introducción del euro a partir del 1 de enero de 1999
- Selección de los estados participantes
- Fijación de los tipos de cambio bilaterales entre las divisas participantes
- Constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo
- Inicio de la producción de billetes y monedas en euros

Fase B: periodo transitorio (del 1 de enero de 1999 al 31 de diciembre de 2001)

- Fijación irrevocable de los tipos de conversión entre las monedas participantes y el euro
- La deuda pública se emite en euros
- La política monetaria común se realiza en euros
- Se utiliza el euro como moneda escritural, según los principios de continuidad de contratos (ningún contrato se puede rescindir de forma unilateral por la introducción del euro) y de ni obligación ni prohibición (por el cual se utiliza el euro de manera voluntaria)

Fase C: periodo de cambio o canje (del 1 de enero de 2002 al 30 de junio de 2002)

- Comienzan a circular los billetes y las monedas en euros
- La referencia a la moneda nacional de cualquier instrumento jurídico anterior al 1 de enero de 2002 se entiende referida al euro
- Los nuevos instrumentos jurídicos únicamente se expresarán en euros
- Las monedas nacionales disfrutaban de la condición de curso legal, durante un periodo máximo de dos meses en el caso de España
- Progresivamente se va produciendo el cambio de las monedas nacionales por el euro

Fuente: Elaboración propia en base a las resoluciones del Consejo Europeo, de la Comisión Europea y del Consejo de Ministros de la UE.

El periodo transitorio, objeto de análisis de este estudio, tenía asociadas unas exigencias importantes. Las autoridades comunitarias deseaban compatibilizar la adaptación y la preparación de los agentes económicos con

una efectiva adopción gradual de la moneda única. Para ello establecieron una estrategia basada en los siguientes elementos:

1. Desde el mismo momento del lanzamiento del euro, el 1 de enero de 1999, un número amplio de operaciones se realizaría exclusivamente en dicha moneda a fin de conseguir una masa crítica de transacciones en euros. Específicamente, la política monetaria común, la operativa de los mercados financieros, los sistemas de pago al por mayor y las emisiones de deuda pública funcionarían en euros.

2. Las administraciones públicas actuarían como pioneras del proceso. La utilización del euro en el presupuesto público y la liquidación de ciertos tributos en dicha moneda serían elementos centrales de este papel impulsor.

3. Con la finalidad de dotar de flexibilidad al sector no financiero de la economía en la adopción de la moneda única, se estableció un principio general de utilización voluntaria del euro (*ni obligación ni prohibición*). Este principio se completa con el de *continuidad de contratos*, que establece la imposibilidad legal de esgrimir el euro como justificación para rescindir los instrumentos jurídicos debido al cambio de moneda, así como la obligación de liquidar las obligaciones derivadas de los contratos en la moneda establecida en el instrumento jurídico. A fin de hacer operativos ambos principios el sector bancario realizaría, sin cargo alguno, las conversiones necesarias.

Se esperaba que, como resultado de esta estrategia, las empresas internacionalizadas tendrían un fuerte incentivo a utilizar el euro, mientras que las empresas orientadas al ámbito doméstico y los consumidores previsiblemente realizarían la transición de forma progresiva, aunque fuese más retardada. ¿Ha sido esto así?

1.2. El periodo transitorio a examen: racionalidad del uso excepcional del euro

Los datos relativos al uso del euro en aquellos ámbitos que no se vieron obligados legalmente a introducirlo el primero de enero de 1999 (empresas no financieras, administraciones y particulares) son escasos y poco comparables. La mejor visión de conjunto la proporciona la Comisión Europea,

que realiza un estudio trimestral en el que se integran distintas encuestas de utilización del euro. De dichos estudios se pueden derivar ciertas conclusiones parciales.

De entrada, cabe reconocer que las *administraciones públicas* (véase el cuadro 1.3) no actuaron realmente como catalizadores del cambio, ya que incluso en los países más avanzados en la adopción del euro los indicadores disponibles apuntan a un uso minoritario de la moneda única en el ámbito público. Por ejemplo, a mediados de 2001 en Bélgica, uno de los estados que más había progresado en el proceso de transición al euro, apenas un 37% del importe total del IVA se había declarado en euros. Entre las grandes economías de la zona del euro, únicamente Francia se acercaba a esta cifra (28%), en fuerte contraste con los pobres resultados de Italia (6%) y, muy notablemente, de Alemania (1%). España, por su parte, se alineaba con este último país (1,1%).

Cuadro 1.3

UTILIZACIÓN DEL EURO DURANTE EL PERÍODO TRANSITORIO EN LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (INDICADORES SELECCIONADOS)

	Declaraciones de IVA ⁽¹⁾			Declaraciones de aduanas ⁽¹⁾		
	II/2001	IV/2000	IV/1999	II/2001	IV/2000	IV/1999
Bélgica	37,0	17,8	8,1	30,2	12,0	5,5
Alemania	1,0	1,0	1,0	50,0	1,0	–
Grecia	–	–	–	–	–	–
España	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,6
Francia	28,0	6,9	4,0	26,0	5,7	–
Irlanda	–	–	–	–	–	–
Italia	5,9	–	–	8,3	–	–
Luxemburgo	10,0	10,0	–	1,6	1,6	–
Países Bajos	6,7	3,3	–	21,4	13,4	–
Austria	2,5	2,0	–	26,0	12,4	–
Portugal	10,2	8,0	2,0	8,5	10,0	–
Finlandia	1,0	1,0	–	–	–	15,0

Notas: Los datos incluyen el primer periodo para el que se dispone de información (cuarto trimestre de 1999), un periodo intermedio (cuarto trimestre de 2000) y el último informe publicado (segundo trimestre de 2001).

(1) Porcentaje del importe total declarado.

Fuente: Comisión Europea.

Aunque dicha situación refleja la escasa utilización del euro por parte de los agentes privados, lo cierto es que los planes de adaptación de las administraciones nacionales optaron por agotar el periodo transitorio en la mayoría de ámbitos funcionales y no desarrollaron una actitud proactiva en el cambio. Es sintomático, en este sentido, más que el nivel alcanzado en el uso del euro, moderado en el mejor de los casos como se ha visto anteriormente, que el grueso de la basculación se haya concentrado en la parte final del periodo transitorio.

Las *empresas*, por su parte, adoptaron mayoritariamente una estrategia de mínimo cambio (véase el cuadro 1.4). Esto es, se modificaron aquellos procesos operativos imprescindibles para operar y se postergó la adaptación de los restantes. Sólo así se entiende que, con la excepción de los pagos internacionales, los restantes indicadores que maneja la Comisión Europea se mantengan, a mediados de 2001, en valores muy reducidos y que la progre-

Cuadro 1.4

UTILIZACIÓN DEL EURO DURANTE EL PERIODO TRANSITORIO EN LAS EMPRESAS

	Pagos nacionales ⁽¹⁾			Pagos internacionales ⁽¹⁾		
	II/2001	IV/2000	IV/1999	II/2001	IV/2000	IV/1999
Bélgica	16,4	8,8	—	28,9	23,6	—
Alemania	7,7	3,5	—	25,3	28,5	—
Grecia	—	7,3	—	—	39,8	—
España	4,6	2,6	—	71,8	72,0	—
Francia	7,4	1,7	—	27,6	15,6	—
Irlanda	8,4	6,0	—	27,7	25,0	—
Italia	19,0	13,0	—	27,0	70,0	—
Luxemburgo	25,0	20,0	—	42,0	38,5	—
Países Bajos	0,3	0,5	—	4,0	—	—
Austria	1,7	1,1	—	14,8	2,2	—
Portugal	6,2	5,4	—	23,4	43,2	—
Finlandia	9,0	3,9	—	52,0	26,6	—

Notas: Los datos incluyen el primer periodo para el que se dispone de información (cuarto trimestre de 1999), un periodo intermedio (cuarto trimestre de 2000) y el último informe publicado (segundo trimestre de 2001).

(1) Porcentaje del número de operaciones total.

(2) Porcentaje del total de empresas que se supone, en base a las declaraciones de IVA, que llevan su contabilidad en euros.

(3) Porcentaje del total de cuentas bancarias.

Fuente: Comisión Europea.

sión hacia el euro sólo se haya acelerado notablemente en el final del periodo transitorio.

Finalmente, la extensión del euro entre los *consumidores* durante los años 1999 a 2001 ha sido prácticamente marginal (véase el cuadro 1.5). Según datos de la Comisión Europea, a mediados de 2001 en las tres mayores economías de la zona del euro, Alemania, Francia e Italia, menos del 4% de cuentas bancarias de particulares estaban denominadas en euros y menos del 3% de los pagos se realizaban en dicha moneda. Es significativo, en el caso de los particulares, que a lo largo del proceso transitorio se hayan producido incluso retrocesos en la utilización de la moneda única. Probablemente, se produjo un efecto de adopción prematura vinculado al lanzamiento de la moneda única en 1999, para después normalizarse la situación ante los escasos estímulos que el ciudadano ha tenido para su uso. En el mismo sentido, la Comisión recordaba, a mediados de 2001, que cerca del 80% de los

(INDICADORES SELECCIONADOS)

Llevanza de contabilidad ⁽²⁾			Cuentas bancarias ⁽³⁾		
II/2001	IV/2000	IV/1999	II/2001	IV/2000	IV/1999
17,0	5,5	2,9	19,2	10,8	7,9
1,0	1,0	1,0	4,7	2,5	0,8
—	—	—	3,3	2,2	—
—	—	1,0	1,1	0,7	0,6
3,8	0,7	0,4	27,4	7,1	4,2
1,0	1,0	1,0	0,7	1,0	—
0,3	0,3	0,5	3,8	1,8	1,6
21,0	21,0	7,0	26,0	10,9	1,0
1,4	0,7	0,3	3,8	0,4	1,0
0,0	0,0	—	1,9	1,4	1,6
1,2	17,0	0,5	2,3	1,1	—
1,0	1,0	—	2,3	1,0	1,0

Cuadro 1.5

UTILIZACIÓN DEL EURO DURANTE EL PERIODO TRANSITORIO POR PARTE DE LOS PARTICULARES (INDICADORES SELECCIONADOS)

	Pagos nacionales ⁽¹⁾			Cuentas bancarias ⁽²⁾		
	II/2001	IV/2000	IV/1999	II/2001	IV/2000	IV/1999
Bélgica	5,6	4,0	1,5	3,4	1,7	0,8
Alemania	1,9	0,9	0,3	2,2	1,6	0,5
Grecia	—	2,7	—	3,9	0,7	—
España	1,5	0,7	0,0	1,7	2,5	—
Francia	0,8	2,5	0,4	4,2	0,7	0,3
Irlanda	0,2	0,2	—	0,0	0,0	—
Italia	3,0	3,0	1,1	2,4	6,0	0,1
Luxemburgo	6,0	10,5	4,0	41,4	9,7	0,8
Países Bajos	0,1	—	1,0	3,7	0,3	1,0
Austria	0,5	0,4	0,8	0,2	0,2	0,1
Portugal	1,9	0,3	—	0,4	0,1	—
Finlandia	4,0	1,0	—	0,1	0,1	0,1

Notas: Los datos incluyen el primer periodo para el que se dispone de información (cuarto trimestre de 1999), un periodo intermedio (cuarto trimestre de 2000) y el último informe publicado (segundo trimestre de 2001).

(1) Porcentaje del número de operaciones total.

(2) Porcentaje del total de cuentas bancarias.

Fuente: Comisión Europea.

consumidores no había memorizado ningún precio en euros, un porcentaje que se había mantenido estable a lo largo de 2000.

A la vista de estos resultados es posible realizar la valoración sobre el éxito o fracaso del periodo transitorio y la racionalidad que explica dicho resultado. Parece poco discutible la constatación que, fuera de aquellos ámbitos en los cuales se exigió legalmente el uso del euro desde el 1 de enero de 1999, los agentes económicos optaron por diferir al máximo el proceso de cambio. El aprovechamiento del periodo transitorio como momento de preparación fue escaso y, a pesar de que teóricamente se había optado por la *progresividad* en la transición, lo cierto es que el proceso de introducción del euro consistió en una serie de sucesivos *big bangs*. El grueso del esfuerzo de adaptación de los sectores afectados por la obligatoriedad de utilizar el euro el 1 de enero de 1999 se realizó en 1998. A pesar de ciertos trabajos previos

que, aunque importantes, no eran representativos del esfuerzo general (como, por ejemplo, la preparación realizada por el Instituto Monetario Europeo, el antecesor del Banco Central Europeo), el sector bancario y los mercados no dispusieron de un marco legal suficiente –incluyendo el conocimiento de los países que participarían– hasta dicho momento. Y los restantes agentes, a la luz de los datos disponibles, concentraron su adaptación en la segunda mitad del año 2001.

Una evidencia adicional en esta línea, a pesar de tener un carácter diferente, es el hecho de que Grecia, un país que fue aceptado como duodécimo miembro de la zona del euro en 2000, con efectos legales a primero de enero de 2001, no necesitó más que un año de preparación, frente a los tres de que dispusieron sus socios de la eurozona.

La racionalidad de esta decisión de los agentes económicos de diferir al máximo la adopción del euro es elevada: en presencia del marco flexible de introducción del euro diseñado por la UE, para los empresarios los costes de transición eran menores en los momentos finales de cada etapa del proceso, ya que disponían de un marco legal más perfilado y de soluciones ya desarrolladas para los adoptantes precoces, mientras que los consumidores no obtenían beneficio alguno de operar en dos divisas y, en cambio, sí costes.

Esta estricta racionalidad de cálculo se completa con el papel de dos factores anteriormente citados. Cuando se prefirió introducir una moneda única frente a la opción de fijar únicamente el tipo de cambio entre las divisas participantes, se minusvaloró el hecho de que dos fuentes de ventajas de la divisa común, la credibilidad del proceso y la visibilidad del cambio, únicamente serían plenas cuando el euro circulara físicamente. A falta de la completa realización de ambas ventajas, y en especial ante la falta de la segunda de ellas (la «visualización» de la UEM), la resistencia al cambio y la inercia del uso de la moneda habitual dominó sobre la proactividad.

La conclusión final no debe ser, sin embargo, negativa. La preparación exigida a todo el proceso requería indudablemente un periodo de realización y, lo que es más importante, con independencia del momento en que se ha producido, dicha preparación se ha materializado satisfactoriamente. Aunque la

conclusión que se extrae de los datos es que el periodo transitorio ha sido, en todo caso, excesivamente prolongado, lo cierto es que un periodo insuficiente hubiese comportado mayores dificultades que la existencia de un tiempo sobrante.

1.3. El último paso: el funcionamiento del periodo de cambio

En todo caso, parece que los responsables políticos del proceso han extraído conclusiones similares a las anteriores al definir la última fase del proceso. En efecto, en la sustitución física de las monedas nacionales por el euro que se produce a partir de primeros de 2002 se ha intentado acelerar al máximo la distribución física del euro a los operadores (entidades de crédito y comercio, principalmente) e incluso al ciudadano. También se ha optado por reducir los periodos de coexistencia física de las monedas nacional y común, así como reforzar las tareas de comunicación y sensibilización, incluyendo la atención de los colectivos con mayores dificultades (invidentes, discapacitados, áreas rurales no bancarizadas, etc.).

El proceso que lleva a la desaparición física de la peseta y la utilización exclusiva del euro como moneda nacional se ha estructurado en tres momentos (véase el gráfico 1.1). En una primera fase se aprovecha lo que formalmente es el final del periodo transitorio para realizar ciertas tareas preparatorias, fundamentalmente de tipo logístico y legal. Por su importancia, destacan dos procesos complementarios, la llamada predistribución de monedas y billetes de euros y el adelanto de la redenominación en euros de las cuentas bancarias. La predistribución de monedas y billetes en euros se realiza de forma escalonada a entidades de crédito, grandes empresas de distribución comercial y empresas de transporte y custodia de fondos (a partir del 1 de septiembre de 2001), a pequeños comercios y establecimientos de hostelería (a partir de diciembre de 2001) y, finalmente, al gran público mediante un paquete de demostración compuesto sólo por monedas (a partir del 15 de diciembre de 2001).

Por su parte, la redenominación en euros de las cuentas bancarias y de los medios de pago escriturales (cheques, tarjetas, transferencias) a ellas

vinculados se empezó a aplicar a partir del 15 de septiembre en España. Asimismo, se recomendó por parte del Banco de España y las organizaciones representantes de las entidades de crédito, que otras operaciones bancarias estrechamente relacionadas con las cuentas corrientes, como los préstamos hipotecarios, personales y avales, y los contratos bancarios en general se redenominaran en euros también a partir del 15 de septiembre de 2001. Ambas opciones se entendían realizables siempre que el cliente no se manifestase contrario a la redenominación.

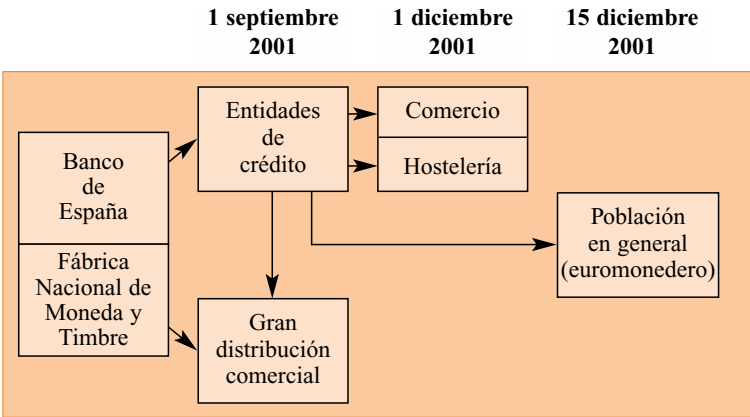
El 1 de enero de 2002 se inicia la denominada etapa de doble circulación, que se extiende hasta el 28 de febrero en el caso de España. En dicho periodo el euro es la moneda a todos los efectos, si bien la peseta mantiene su poder liberatorio en transacciones en efectivo. Sin embargo, se estimula que la circulación monetaria se realice de forma prácticamente exclusiva en euros en un periodo muy corto. Por ejemplo, los cajeros dispensarán solamente billetes en euros a partir del 15 de enero de 2002 y se recomienda que los comercios únicamente devuelvan el cambio en euros.

A partir del 28 de febrero de 2002, el euro será la única moneda en circulación con curso legal en España y en los restantes países de la zona del euro, si bien las monedas en pesetas se podrán seguir canjeando por sus importes equivalentes en euros. Para ello, se han establecido dos procesos de canje complementarios. El Banco de España podrá efectuar el canje de forma gratuita y en cualquier momento, mientras que en el periodo del 1 de enero al 30 de junio se podrá efectuar, también sin cargo, en las entidades de crédito.

Gráfico 1.1

EL PROCESO DE CANJE DE PESETA A EURO

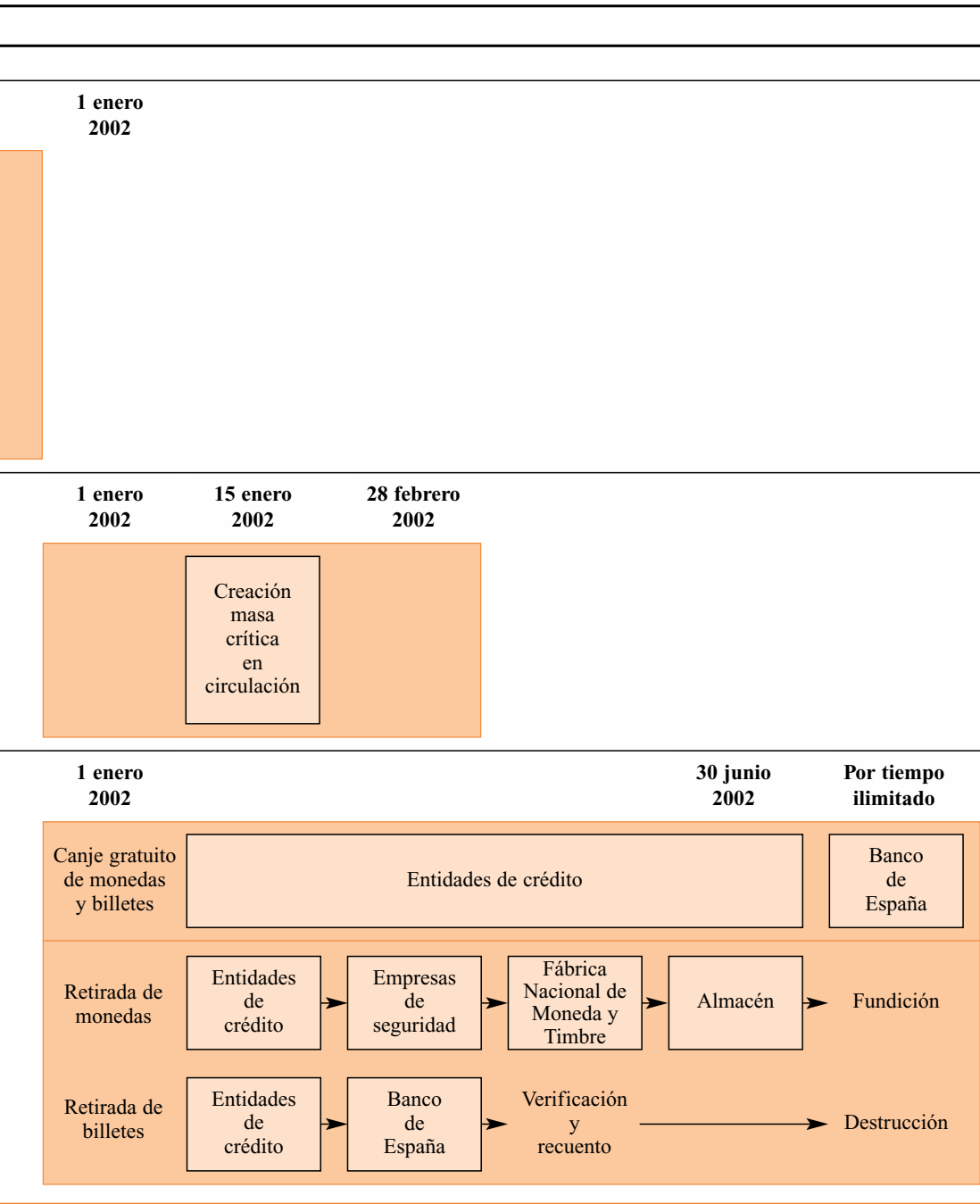
Etapa de predistribución



Etapa de doble circulación

Etapa de retirada y canje

Fuente: Ministerio de Economía.



Resumen

La implantación del euro en los doce estados miembros de la Unión Europea responde a un diseño inspirado en propuestas que se remontan a finales de los años sesenta y que ha precisado un largo periodo de gestación. Al tratarse de una experiencia sin apenas precedentes históricos, el riesgo de fracaso o errores era elevado, pero por ahora puede afirmarse que el resultado de la aplicación del calendario previsto es razonablemente positivo. No obstante, parece claro que el periodo transitorio de tres años que se cierra a finales de 2001 ha adolecido de una excesiva duración, que no ha servido para que los agentes económicos se hayan preparado de forma progresiva para el uso pleno del euro a partir de 2002. Ello ha obligado a una política más activa por parte de los responsables de la implantación del euro en la última parte de 2001, en el sentido de apremiar a la utilización del euro en todo tipo de contratos y operaciones, así como a reducir al máximo la duración del periodo de canje que se abre el primero de enero de 2002.

II. Una moneda, una política monetaria

La creación de una moneda común exige como primera instancia la puesta en marcha de una única política monetaria. Una tarea nada fácil por la falta de precedentes históricos y por afectar a un área tan amplia y diversa como la que componen los doce estados integrantes de la denominada *zona del euro*. En este capítulo se describe el objetivo que se ha asignado a la política monetaria y la estrategia que las instituciones responsables de la misma han instrumentado, pasando revista asimismo a las críticas más comunes que se vierten sobre este aspecto clave de la nueva moneda.

2.1. Los objetivos del euro

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea establece que el objetivo principal de la política monetaria única es mantener la *estabilidad de precios* y, sin perjuicio de este objetivo, apoyar la política económica general de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios generales. Éstos son: un desarrollo armonioso y equilibrado de las actividades económicas en el conjunto de la Comunidad, un crecimiento sostenible y no inflacionista que respete el medio ambiente, un alto grado de convergencia de los resultados económicos, un alto nivel de empleo y de protección social, la elevación del nivel de la calidad de vida, la cohesión económica y social y la solidaridad entre los estados miembros.

Para definir y ejecutar la política monetaria el Tratado crea el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y por los bancos centrales nacionales. El BCE es la institución principal, ya que su función es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al SEBC, estando dotado de personalidad jurídica propia.

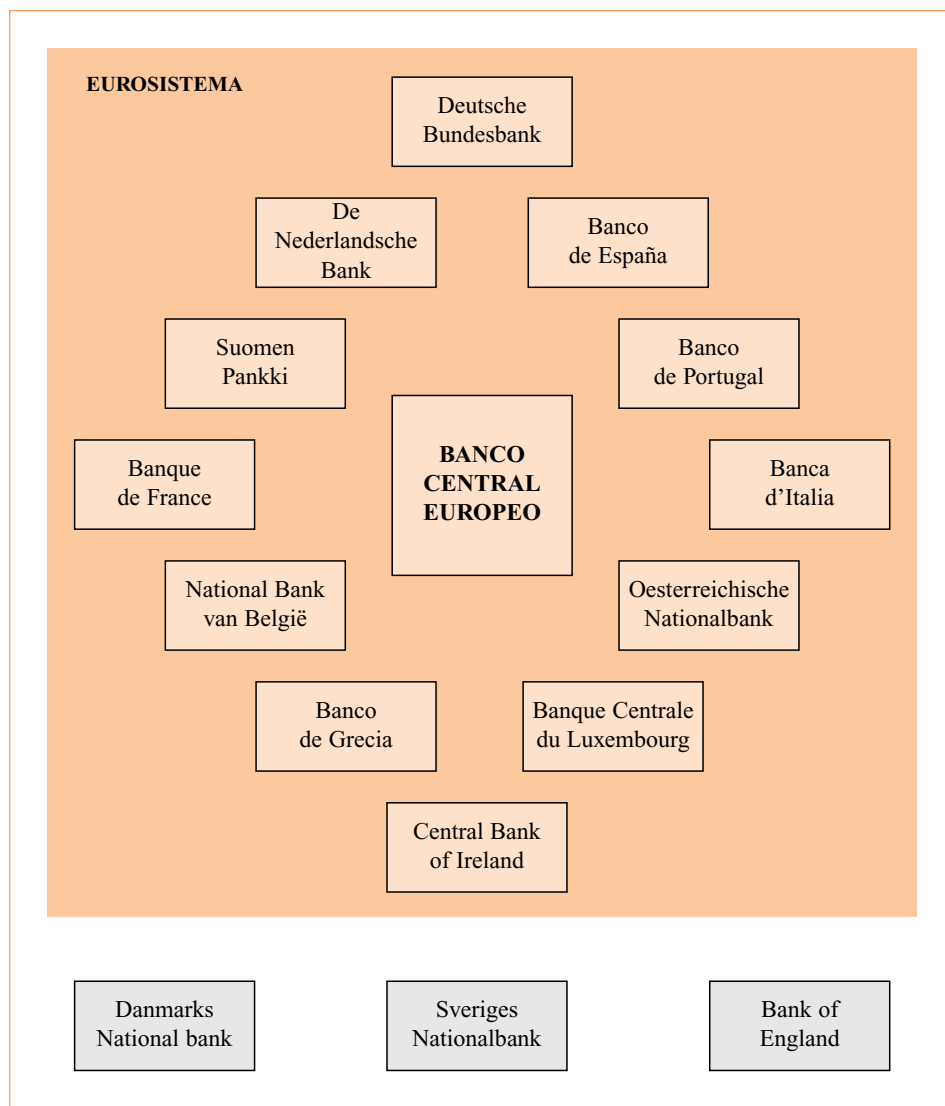
Dado que no todos los estados miembros han adoptado el euro desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el BCE ha acuñado el término *Eurosistema* para referirse al conjunto que forman el BCE y los bancos centrales nacionales de los estados que comparten la moneda única europea. Los bancos centrales de los países de la UE que todavía no han accedido al euro no participan en la toma de decisiones de la política monetaria ni lógicamente están afectados directamente por la misma. Por tanto, corresponde al Eurosistema la realización de las funciones propias de la política monetaria de la zona del euro.

El establecimiento de la estabilidad de precios como el objetivo primordial de la política monetaria se basa en que será la mejor contribución posible al cumplimiento de los objetivos económicos generales de la UE y sus ciudadanos. La experiencia práctica de los bancos centrales en las últimas décadas y numerosos estudios económicos de carácter empírico avalan este punto de vista.

Asimismo, el Tratado declara la independencia del BCE y de los bancos centrales nacionales frente a los gobiernos nacionales y a las instituciones europeas, para evitar el riesgo de intervención política en el diseño y ejecución de la política monetaria única. De otro modo, un banco central carente de independencia sería susceptible de recibir presiones que podrían perjudicar el mantenimiento de la estabilidad de precios. Así, la independencia institucional del Eurosistema facilita la consecución de la estabilidad de precios y refuerza la credibilidad de la política monetaria.

La estrategia de política monetaria del BCE se fundamenta principalmente en los trabajos desarrollados por el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad Europea, primero, por el Instituto Monetario Europeo, más tarde, y por el Sistema Europeo de Bancos Centrales, finalmente.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES



Fuente: Banco Central Europeo.

2.2. La estrategia de la política monetaria

¿Cómo conseguir la ansiada estabilidad de los precios en la zona del euro? Antes del lanzamiento del euro al comienzo de 1999 el BCE definió la estrategia de la política monetaria única. Se elaboró teniendo presente un elevado grado de incertidumbre en el entorno en que se debía ejecutar. Ello se debía a que el mecanismo de transmisión desde los instrumentos de política monetaria hasta las variaciones en el nivel general de precios, ya normalmente complejo y no totalmente predecible, está transformándose continuamente debido a los cambios de comportamiento económico y de la estructura institucional de la zona del euro.

Así, el papel que desempeña la estrategia de política monetaria es proporcionar un marco claro y coherente para la preparación, la discusión y la presentación de las decisiones de política monetaria. Esta estrategia debe facilitar que el análisis del entorno económico conduzca a unas decisiones correctas de política monetaria. Al mismo tiempo, la estrategia de política monetaria del Eurosistema es un medio de comunicación con el público, teniendo por objetivo el convencerle de que se alcanzará la estabilidad de precios.

Para la selección de la estrategia de la política monetaria del Eurosistema se fijaron diversos criterios que debía cumplir, siendo el principal la *eficacia*, en el sentido de asegurar el cumplimiento del objetivo prioritario de la estabilidad de precios. Una condición necesaria para que la política monetaria sea eficaz es que sea *creíble*, es decir, que el público, y particularmente los mercados financieros, estén convencidos de que los órganos rectores del Eurosistema se comprometen a mantener la estabilidad de precios. Para obtener la credibilidad, la estrategia de política monetaria debe ser *clara y comprensible*, al objeto de disminuir al máximo la incertidumbre. Asimismo, la estrategia ha de ser *transparente*, haciéndose público cómo se van a tomar las decisiones de política monetaria.

De igual modo, la estrategia debe posibilitar el principio de *rendición de cuentas*. Esto implica la publicación de un objetivo cuantitativo que pueda servir para evaluar razonablemente la política monetaria única. Finalmente, la estrategia debe estar en concordancia con la *independencia institucional* del Eurosistema.

De acuerdo con los criterios anteriores el Consejo de Gobierno del BCE presentó una estrategia de política monetaria centrada en tres elementos principales:

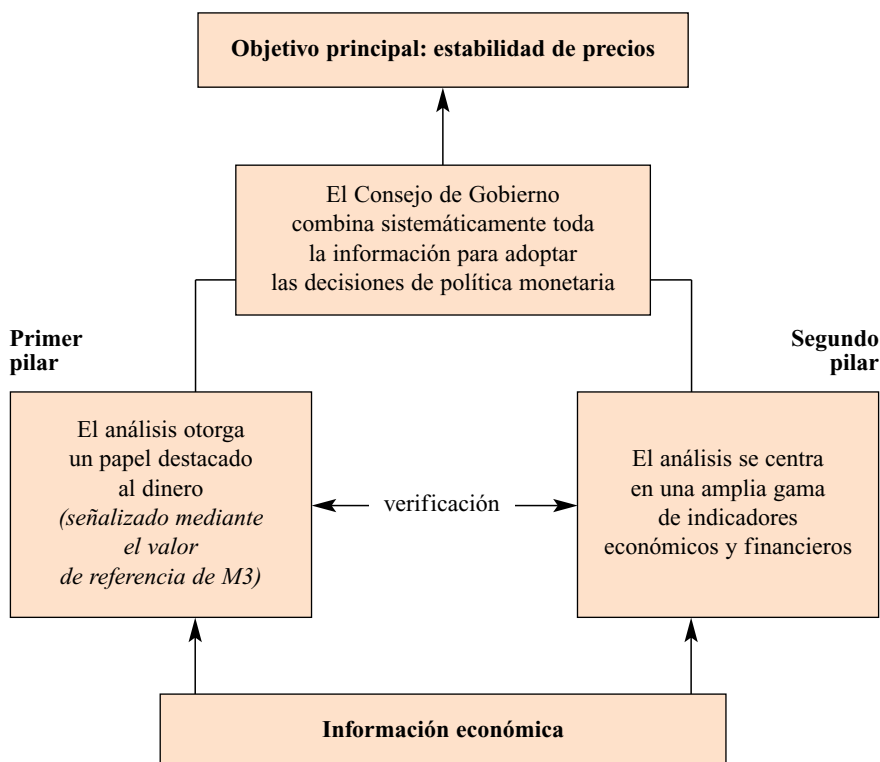
- Una definición cuantitativa de la estabilidad de precios.

Y los *dos pilares* de la estrategia:

- Un papel destacado del dinero, concretado en el anuncio de un valor de referencia para el crecimiento de un agregado monetario amplio.

Gráfico 2.2

LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO



Fuente: Banco Central Europeo.

- Una evaluación de las previsiones de evolución futura de los precios y de los riesgos para la estabilidad de éstos en el área del euro en su conjunto, mediante una amplia serie de indicadores.

El Consejo de Gobierno del BCE adoptó como definición de estabilidad de precios un *incremento interanual por debajo del 2% del índice de precios de consumo armonizado* (IPCA) para el área del euro, estableciendo que esta definición se contempla a medio plazo, siendo posibles desviaciones transitorias a corto plazo de esta regla, a consecuencia de perturbaciones no monetarias fuera del alcance de la política monetaria. Por otra parte, se considera que disminuciones prolongadas del nivel del IPCA, es decir, una deflación, no serían conformes con el objetivo de estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno subrayó que definía la estabilidad de precios para el conjunto del área del euro, por lo que aclaró que sus decisiones se basarían en la evaluación de las condiciones de la zona en su conjunto, y no las de algunas áreas regionales o nacionales específicas.

El *primer pilar* de la estrategia de la política monetaria, el valor de referencia para el crecimiento de un *agregado monetario amplio*, se funda en el análisis ampliamente aceptado de que la inflación es, a largo plazo, un fenómeno monetario. Se parte de una relación estable entre la demanda de dinero y el nivel de precios del área del euro a medio plazo. Así, desviaciones significativas o persistentes del crecimiento monetario respecto del valor de referencia señalarían un riesgo para la estabilidad de precios a medio plazo. Esto no supone que el Eurosistema deba corregir las desviaciones a corto plazo del crecimiento monetario respecto del valor de referencia mecánicamente, pues se trata de un valor de referencia, no de un objetivo monetario.

Dado que los análisis estadísticos han concluido que en el pasado la demanda de un agregado monetario amplio ha sido estable a largo plazo en el área del euro y que, además, los agregados amplios han sido buenos indicadores adelantados de la evolución del nivel de precios, se fijó un valor de referencia para el agregado monetario *M3*, definido de forma que incluye además de la circulación fiduciaria y los depósitos bancarios, también las cesiones temporales, las participaciones de fondos del mercado monetario y los valores de renta fija emitidos por las instituciones monetarias y financieras.

La obtención del valor de referencia del crecimiento monetario se ha basado en la clásica ecuación cuantitativa que vincula el crecimiento de la cantidad de dinero (M) con el crecimiento del producto interior bruto nominal (PIB real y precios P), siendo V la velocidad de circulación del dinero:

$$M \times V = P \times \text{PIB}$$

De acuerdo con esta ecuación, el nivel de los precios (P) se determina por la interacción de las otras tres variables. Si aumenta la cantidad de dinero en circulación, se producirá una elevación del nivel de precios. Dado que la orientación de la política monetaria es a medio plazo, se utiliza el crecimiento tendencial del PIB en este cálculo. Teniendo en cuenta estos factores en diciembre de 1998 el Consejo de Gobierno del BCE situó su valor de referencia para el crecimiento de M3 en el 4,5% anual. En diciembre de 1999 y 2000 se procedió a revisar esta referencia, pero no se modificó el valor.

El BCE se ha comprometido a analizar la naturaleza de las desviaciones del crecimiento de M3 respecto del valor de referencia. En caso de que este análisis concluya que la perturbación observada representa una amenaza efectiva para la estabilidad de precios a medio plazo, entonces el BCE actuará de forma apropiada para contrarrestar este riesgo.

El *segundo pilar* se justifica porque los datos monetarios no son suficientes para proporcionar toda la información que se requiere para la ejecución de una política monetaria adecuada para el mantenimiento de la estabilidad de precios. El segundo pilar incluye muchos indicadores que sirven para la evaluación de las perspectivas de los precios y de los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro. Así, comprende los salarios, diversas variables de la actividad real, indicadores de política fiscal, índices de precios y de costes, encuestas de consumidores, el tipo de cambio, los precios de los valores de renta fija y la curva de tipos de interés. Además de su propio análisis de las perspectivas de inflación, el BCE tendrá en cuenta también las previsiones de inflación elaboradas por los organismos internacionales, por las autoridades nacionales y por el sector privado. La precariedad de la base estadística disponible para la zona del euro condiciona la conducción de la política monetaria. Eurostat y el BCE se han esforzado para superar este proble-

ma, pero es evidente que en este campo la autoridad monetaria europea se halla en inferioridad de condiciones respecto a otros bancos centrales.

2.3. Semejanzas y diferencias respecto a las políticas monetarias nacionales anteriores

A primera vista resalta la semejanza de la política monetaria del Euro-sistema con la mantenida hasta 1998 por el banco central de Alemania, el Bundesbank. No se trata de una casualidad. Se explica porque de este modo se intentó transferir al BCE la reputación antiinflacionista y la credibilidad del banco central alemán. Así, el Eurosistema tiene como objetivo prioritario, el mantenimiento de la estabilidad de precios, similar al mandato de estabilidad de la moneda del Bundesbank. Para la consecución de este objetivo está dotado de independencia, de la que gozó también el instituto emisor germano. Asimismo, destaca el papel primordial que se otorga a los agregados monetarios.

No obstante, existen diferencias con la política seguida por el Bundesbank. Así, el BCE ha adoptado un valor de referencia para el crecimiento de la cantidad de dinero, a diferencia de un objetivo monetario estricto como el Bundesbank. Además, el BCE ha definido más explícitamente la necesidad del seguimiento de otros indicadores no monetarios. Esto se ha concretado en los dos pilares mencionados más arriba. Por otra parte, el Bundesbank no tenía un objetivo cuantificado de estabilidad de precios.

Por supuesto que las semejanzas de la política monetaria del BCE no se limitan al Bundesbank, sino que se extienden a las estrategias usadas por otros muchos bancos centrales nacionales. Por ejemplo, el Banco de España en su última etapa, desde que adquirió la independencia en 1994, también tuvo el mandato legal de alcanzar la estabilidad de precios. Sin embargo, como estrategia estableció un objetivo directo de inflación a medio plazo, y abandonó la utilización de los agregados monetarios como objetivos intermedios de la política monetaria, aunque los continuaba siguiendo con una atención particular. Para la toma de decisiones de política monetaria basaba su análisis en un conjunto amplio de indicadores reales y monetarios.

2.4. Críticas, problemas y evolución

La estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo ha recibido críticas desde múltiples lados, tanto por su formulación en sí, como porque, a veces, ha sido mal entendida o mal explicada. De hecho, la estrategia de política monetaria de cualquier banco central puede ser objeto de polémica, en la medida que no existe un cuerpo doctrinal único que defina de forma definitiva los planteamientos acertados. Además, las realidades monetarias y financieras a que deben responder son diferentes y también divergen los objetivos que se fijan para la política monetaria.

En primer lugar, se ha cuestionado que se le haya confiado la *estabilidad de precios* como objetivo primordial por mandato legal. Así, se ha argumentado que el banco central más poderoso, la Reserva Federal de Estados Unidos, no cuenta con esta restricción, con lo que puede atender más libremente al objetivo a largo plazo de un crecimiento económico sostenible. Los motivos por los que se incluyó este mandato en el Tratado fueron tanto de carácter teórico, pues se cree que la principal contribución de la política monetaria al bienestar de los ciudadanos es precisamente la estabilidad de precios, como de carácter práctico, pues de no haberlo hecho así hubiese sido muy difícil convencer a los alemanes de que abandonaran su querido *deutschmark*, con una firme reputación antiinflacionista, a favor del desconocido euro.

Otro elemento cuestionable del planteamiento estratégico del Eurosistema es la propia *definición* de la estabilidad de precios exigida por el Tratado. La cuantificación de esta estabilidad es una decisión propia del BCE, ya que el Tratado no establece ninguna cifra en concreto ni lo exige. De hecho, no es habitual cuantificar lo que se entiende por estabilidad de precios: ni la Reserva Federal de Estados Unidos ni el Banco de Japón han definido tal objetivo. Además, hay problemas asociados a la estimación de la tasa de inflación admisible dentro de un esquema de estabilidad de precios: ¿Por qué un aumento superior al 2% ha de ser indeseable, cuando conocemos periodos en que esto ha sucedido y no se puede hablar de problemas de inflación?

Por otro lado, es discutible el *índice* elegido por el BCE para definir el objetivo de estabilidad de precios, es decir, el índice de precios de consu-

mo armonizado (IPCA). En términos de objetivo a medio plazo y con la pretensión de evaluar las tensiones inflacionistas de fondo, parecería más adecuado usar el deflactor del consumo privado o incluso del producto interior bruto, por ejemplo, ya que son magnitudes que recogen más ampliamente la evolución de los precios y no sufren la rigidez asociada a un índice de precios de consumo. También se ha propuesto conceder a la inflación subyacente, que elimina los componentes más erráticos del índice de precios de consumo, como la energía y los alimentos no elaborados, el papel de objetivo. No obstante, el BCE puede defender que el IPCA es un indicador más conocido y familiar que los antes citados, y además se conoce antes, de manera que es más asequible al público en general.

Por otra parte, también cabe cuestionarse hasta qué punto la inflación medida habitualmente por el índice de precios de consumo es un indicador adecuado de las tensiones inflacionistas de fondo de una economía, ya que no incluye los precios de los activos financieros o reales. Así, ignorar la evolución de dichos precios comporta el riesgo de pasar por alto el comportamiento de la liquidez del sistema monetario y financiero, y abrir así la posibilidad de formación de burbujas especulativas. La especial coyuntura de baja inflación de la segunda mitad de la década de los noventa, acompañada por un fuerte crecimiento de los precios de los activos financieros, precisamente tiene mucho que ver con los elementos mencionados. De todos modos, se ha argumentado que incluir los precios de estos activos conduciría a una política monetaria más errática, y que los bancos centrales no pueden determinar los niveles de equilibrio de los valores cotizados en las bolsas.

En cuanto a la definición de la estrategia de política monetaria del Eurosistema, se la ha criticado por excesivamente *complicada*. Se le han contrapuesto estrategias más sencillas, como la fijación de un objetivo directo de inflación, como han hecho otros bancos centrales siguiendo una tendencia general, como el Banco de Inglaterra, Nueva Zelanda, Canadá, Australia o Suecia, y que había adoptado el Banco de España en su última formulación independiente de política monetaria. El objetivo directo de inflación, de acuerdo con esta crítica, clarifica y hace más transparente la política monetaria, ya que permite juzgar fácilmente si ésta cumple o no dicho objetivo. Por el contrario, el establecimiento de una referencia de crecimiento de un agre-

gado monetario, según la crítica, no es apropiado, ya que la tradicional relación que la teoría cuantitativa del dinero establece entre la cantidad de dinero y la inflación se ha quebrado por la innovación, diversificación, sofisticación y desregulación del sistema financiero. Desde esta perspectiva, la imposibilidad de establecer una relación estable entre inflación –objetivo último– y el agregado monetario –objetivo intermedio– crea confusión e introduce un elemento de arbitrariedad en la política monetaria, perturbando la función de reacción de la autoridad monetaria, y facilitando posibles presiones políticas. Así, parece que la evidencia aducida por el BCE respecto a la estabilidad de la demanda de dinero no es suficiente. No obstante, el BCE ha declarado que los últimos estudios que ha realizado no invalidan la relación de estabilidad a largo plazo entre el agregado monetario M3 y los precios.

Aunque la citada crítica tenga un fundamento razonable, cabe señalar que la utilización de objetivos anuales de inflación se ha extendido ante la dificultad que presentan otros objetivos, pero que tampoco representa la solución ideal. A modo de ejemplo, nótese que ni la Reserva Federal de Estados Unidos ni el Banco de Japón, los bancos centrales de dos de las principales zonas económicas del mundo, formulan objetivos de inflación.

Respecto al primer pilar de la estrategia del BCE, también se ha criticado que el valor de referencia del crecimiento de M3 sea anual, porque es *inestable*, en vez de ser a dos o tres años. No obstante, cabe recordar la flexibilidad con que el BCE sigue esta variable.

El *segundo pilar* de la estrategia monetaria del Eurosistema también ha sido objeto de debate. Se le achaca que prácticamente cualquier indicador económico puede entrar a formar parte de este pilar. Esto significa que no es posible anticipar el resultado del análisis de la autoridad monetaria sobre el estado de la inflación, de manera que aquí se encuentra un nuevo elemento de arbitrariedad que no ayuda a clarificar la política monetaria.

Ya que se consideraba que la estrategia del BCE era compleja y no permitía comprender los motivos de sus decisiones de política monetaria, se pidió que publicara sus previsiones macroeconómicas. El BCE accedió a esta solicitud, y finalmente las publica con carácter semestral a partir de diciembre de 2000. Pero advirtió que eran únicamente responsabilidad de sus técni-

cos y no del Consejo de Gobierno y que, además, tenían el carácter de *proyecciones*, es decir, se basaban en supuestos tales como el mantenimiento de la política monetaria presente y no eran, por tanto, previsiones en el sentido usual. Además, las primeras proyecciones en diciembre de 2000 decepcionaron a muchos observadores, puesto que establecían un intervalo para las variables a proyectar que fue considerado demasiado amplio. Estas proyecciones se han incorporado al conjunto de indicadores que forman el segundo pilar de la estrategia de la política monetaria.

Se han hecho estudios intentando hallar las pautas de actuación reales del BCE en los primeros tres años de su historia mediante modelos matemáticos. Así, se ha argumentado que el comportamiento del BCE se podía describir mediante variantes de la *regla de Taylor* empleando la inflación subyacente o bien expectativas de precios. Aunque tiene lógica que con estos métodos se consigan modelos bastante ajustados a la realidad, los resultados no son del todo satisfactorios. Esto se explica porque las decisiones del Consejo de Gobierno del BCE se toman en un contexto de incertidumbre y atendiendo a la situación económica mediante múltiples indicadores.

En definitiva, quizás los principales problemas de la estrategia de política monetaria del Eurosistema han sido de *comunicación* con el público y con los mercados financieros en particular. Esto no debe sorprender demasiado, puesto que se partía de diversas maneras de entender la política monetaria en los distintos estados miembros y ya se sabe que cuesta vencer las inercias creadas.

Resumen

La estrategia de política monetaria del SEBC trata de cumplir el mandato legal establecido en el Tratado de estabilidad de los precios a medio plazo. Se definió ajustándose en buena medida al modelo alemán, aunque existen diferencias relevantes que responden a las particularidades del contexto en el que debe ejecutarse la política monetaria única. El punto de partida es la concreción de lo que debe entenderse por estabilidad de precios: una inflación que no supere el 2% anual a medio plazo. Para conseguir tal objetivo, las actuaciones del Eurosistema se fundamentan en dos pilares. El primero es el crecimiento del agregado monetario M3, para el que se fija una referencia cuantificada. El segundo es el comportamiento de un conjunto de indicadores que sirven para evaluar las perspectivas y los riesgos de la inflación en la zona del euro. La estrategia de política monetaria del BCE a menudo ha sido cuestionada e incluso bastante incomprendida, como corresponde a un experimento nuevo y repleto de riesgos de la envergadura del lanzamiento de una nueva moneda.

III. Uno para todos, todos para uno: bancos centrales nacionales, BCE y SEBC

Una vez definida la estrategia de la política monetaria, hay que poner en marcha las instituciones que la deben aplicar, han de definirse los protocolos de funcionamiento y es necesario clarificar el respectivo reparto de competencias. Cuando en junio de 1998 se fundó el Banco Central Europeo los bancos centrales nacionales no desaparecieron, sino que se integraron en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, originando una compleja estructura que se describe en este capítulo. No se olvida, además, el papel de las personas que están detrás de las instituciones y que les confieren un carácter determinado.

3.1. La estructura ‘federal’ del SEBC

Como se ha descrito en el capítulo anterior, la política monetaria del euro se ejecuta a través del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que se compone del Banco Central Europeo (BCE) y de los 15 bancos centrales nacionales de los estados miembros de la Unión Europea (UE). Como hay países que no han adoptado el euro desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), se ha acuñado el término *Euro-sistema* para referirse estrictamente al BCE y a los bancos centrales nacionales de los estados miembros que han introducido el euro: los once que lo hicieron desde el comienzo de la tercera etapa de la UEM y Grecia desde el año 2001. El Eurosistema realiza las funciones básicas de la política monetaria única de la zona del euro.

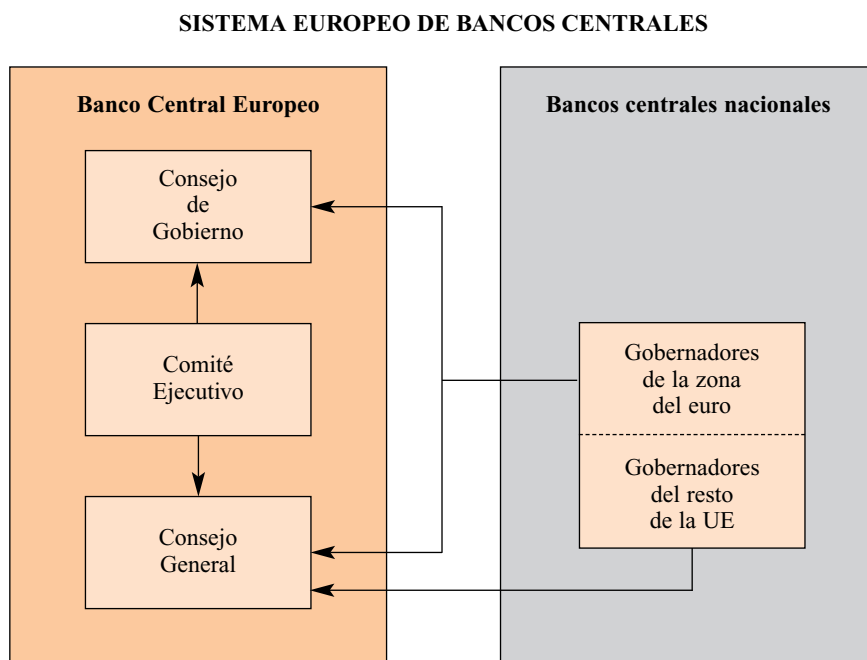
El BCE fue creado el 1 de junio de 1998, medio año antes de que entrara en vigor la tercera fase de la UEM, el 1 de enero de 1999. El BCE goza de personalidad jurídica propia y tiene su sede en Francfort, el centro financiero alemán. La decisión de conceder la sede de la banca central europea a la ciudad germana reflejó el peso económico de Alemania en el contexto de la Comunidad y también representó una compensación a los alemanes ante su reticencia a ceder su soberanía monetaria, a desprenderse delpreciado *deutsche mark*. Así, el SEBC se organiza en torno a un núcleo que se halla en Francfort, aunque no es un banco centralizado, sino que su estructura es de tipo *federal*. En todo caso, el BCE es la institución central del Sistema, ya que los bancos centrales nacionales, pese a que conservan su propia personalidad jurídica, están obligados a ejecutar la política monetaria dictada desde Francfort y el resto de obligaciones derivadas de los Estatutos.

La estructura federal del SEBC tiene similitudes con el modelo descentralizado del Bundesbank, el banco central alemán, basado en los *Landeszentralbanken*, bancos regionales, y también con la organización de la *Reserva Federal* de Estados Unidos, que comprende doce bancos de reserva regionales.

El SEBC está dirigido por el *Consejo de Gobierno* y el *Comité Ejecutivo* del BCE. El *Consejo de Gobierno* se compone de todos los miembros del Comité Ejecutivo y los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los estados miembros que han adoptado el euro. Éstos, de acuerdo con el Tratado, no deben actuar como representantes de sus respectivos estados, sino que deben conducirse con completa independencia. Así, ninguna institución puede dar instrucciones a los gobernadores en cuanto ejecutores de las tareas encomendadas al SEBC.

Por su parte, el *Comité Ejecutivo* se compone del Presidente, el Vicepresidente y otros cuatro miembros, como máximo, nombrados de común acuerdo por los jefes de estado o de gobierno de los estados miembros que participan en el euro. El mandato de los miembros del Comité Ejecutivo, personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios, es de ocho años y no se puede renovar. En general, las decisiones tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo se toman por mayoría simple y en caso de empate el voto del Presidente es decisivo (voto de calidad).

LOS ÓRGANOS DEL SEBC



Fuente: Banco Central Europeo.

Cabe mencionar que el Tratado de Niza de 26 de febrero de 2001, que hasta la fecha no ha entrado en vigor, introduce la posibilidad de modificar los procedimientos de votación del Consejo de Gobierno del BCE sobre la base de una decisión del Consejo de Ministros, reunido en su formación de jefes de estado y de gobierno, por unanimidad, sin necesidad de convocar una Conferencia Intergubernamental. El objetivo de esta disposición del Tratado de Niza es facilitar la adecuación del Consejo de Gobierno con vistas a una futura ampliación de la zona del euro al numeroso grupo de los países candidatos del este de Europa.

El tercer órgano rector del SEBC es el *Consejo General*, que tiene un carácter transitorio puesto que funciona únicamente en cuanto existan estados

Cuadro 3.1

EL CONSEJO DE GOBIERNO

Willem F. Duisenberg	Presidente del BCE
Christian Noyer	Vicepresidente del BCE
Eugenio Domingo Solans	Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Sirkka Härmäläinen	Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Otmar Issing	Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Tommaso Padoa-Schioppa	Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Jaime Caruana	Gobernador del Banco de España
Vítor Constâncio	Gobernador del Banco de Portugal
Antonio Fazio	Gobernador de la Banca d'Italia
Klaus Liebscher	Gobernador del Oesterreichische Nationalbank
Yves Mersch	Gobernador de la Banque Centrale du Luxembourg
Maurice O'Connell	Gobernador del Central Bank of Ireland
Lucas D. Papademos	Gobernador del Banco de Grecia
Guy Quaden	Gobernador del National Bank van België / Banque Nationale de Belgique
Jean-Claude Trichet	Gobernador de la Banque de France
Matti Vanhala	Gobernador del Suomen Pankki
Nout Wellink	Presidente del De Nederlandsche Bank
Ernst Welteke	Presidente del Deutsche Bundesbank

Fuente: Banco Central Europeo.

miembros que no se han adherido al euro. Está formado por el Presidente, el Vicepresidente y los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales de la UE. El Consejo General es responsable de tareas básicamente consultivas, de información y de preparación para el acceso a la tercera fase de la UEM.

El número de miembros del Consejo de Gobierno del BCE, dieciocho en la actualidad, es muy superior a los doce del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos. En este sentido, se ha argumentado por algunos críticos que el número de componentes del Consejo de Gobierno del BCE es demasiado elevado para permitir la discusión y la toma de decisiones efectivas. En cambio, algunos miembros del Consejo de Gobierno consideran que incluso si se ampliase hasta 25 componentes con la expansión prevista de la UE no habría ningún problema.

Cuadro 3.2

BANCOS CENTRALES COMPARADOS

	Estados Unidos	Alemania	Zona del euro
<i>Banco Central</i>	Federal Reserve System (Fed).	Deutsche Bundesbank.	Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).
<i>Objetivo</i>	Pleno empleo y estabilidad de precios.	Estabilidad de la moneda.	Estabilidad de precios.
<i>Decisiones de política monetaria</i>	Federal Open Market Committee (FOMC): 7 gobernadores del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal y 5 (de los 12) presidentes de bancos centrales regionales.	Consejo del Banco Central: 8 miembros del Directorio y los 9 presidentes de los bancos centrales regionales.	Consejo de Gobierno: 6 miembros del Comité Ejecutivo del BCE y 12(*) gobernadores de bancos centrales nacionales (BCN).
<i>Voto</i>	Mayoría simple.	Mayoría simple, voto de calidad del presidente.	Mayoría simple, voto de calidad del presidente.
<i>Frecuencia de las reuniones</i>	8 veces al año.	Quincenal.	Quincenal.
<i>Mandato</i>	Gobernadores: 14 años renovables; presidente y vicepresidente: 4 años renovables; presidentes de bancos centrales: indefinido.	Todos: 8 años renovables.	Comité Ejecutivo: 8 años no renovables; gobernadores de bancos centrales nacionales: mínimo 5 años renovables.
<i>Independencia</i>	La Reserva Federal es independiente del ejecutivo y del legislativo. Ningún representante del gobierno o del legislativo puede asistir a las reuniones del FOMC.	No está obligado a aceptar instrucciones del gobierno. Los miembros del gobierno federal pueden asistir a las reuniones del Consejo, sin voto. El gobierno puede aplazar una decisión del Consejo hasta dos semanas.	Ni el BCE ni los BCN pueden admitir instrucciones de los gobiernos o de las instituciones comunitarias. El presidente del ECOFIN y un miembro de la Comisión pueden asistir al Consejo de Gobierno, sin voto.

Nota: (*) Tantos como estados adheridos al euro.

Fuentes: JP Morgan y elaboración propia.

Se supone que los miembros del Consejo de Gobierno del BCE actúan de acuerdo con una visión general del área del euro en vez de defender los intereses nacionales. No obstante, se ha especulado que la defensa de los intereses del conjunto del área del euro es más asumible por el Consejo Ejecutivo que por los gobernadores de los bancos centrales nacionales. Desde este

punto de vista, se argumenta que con la composición actual del Consejo de Gobierno, doce gobernadores nacionales frente a los seis miembros del Comité Ejecutivo, el poder se inclina del lado de los primeros, lo que podría conducir al predominio de los intereses nacionales. Ello se ha contrapuesto a la estructura del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos, cuyo núcleo está compuesto por ocho miembros y además tiene por componentes a cuatro gobernadores rotatorios de los bancos regionales. En este esquema, los gobernadores regionales tienen un peso sustancialmente menor.

Otro aspecto que ha reforzado este punto de vista es que se ha acordado que las reuniones del Consejo de Gobierno tengan lugar cada quince días, cuando los estatutos del BCE sólo exigen que se reúna diez veces al año. De esta forma, la *autonomía* del Comité Ejecutivo, entre reuniones, se recorta considerablemente.

Algunos observadores creen que la estructura del Consejo de Gobierno conduce, a causa de los conflictos de intereses nacionales, a la inercia en la formulación de la política monetaria.

3.2. Función de cada institución y órgano de gobierno

De acuerdo con el Tratado, las funciones básicas que se llevan a cabo a través del SEBC son las siguientes:

- Definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad.
- Realizar operaciones de cambio de divisas coherentes con la política de tipos de cambio definida por el Consejo de Ministros.
- Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los estados miembros.
- Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

El BCE tiene el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de banco en la Comunidad. El BCE y los bancos centrales nacionales, siguiendo instrucciones del BCE, pueden emitir billetes, que son los únicos billetes de curso legal en la Comunidad. Los estados miembros pueden reali-

zar emisiones de moneda metálica con la necesaria aprobación del BCE en cuanto al volumen de emisión.

El *Consejo de Gobierno* del BCE define la política monetaria de la UEM. Esto incluye la formulación de la estrategia, la elección de los instrumentos y la fijación de los tipos de interés. El principio básico del gobierno de la política monetaria del BCE, establecido en los estatutos del SEBC y del BCE, es el de un voto por miembro. De acuerdo con los estatutos del BCE, una mayoría simple basta para tomar decisiones de política monetaria, aunque por lo menos en los primeros años ha sido usual el consenso. Por otra parte, esta política se ejecuta por el BCE y por los bancos centrales nacionales.

En la primera reunión del Consejo de Gobierno de noviembre de 2001 el Presidente del BCE informó que a partir de entonces, como norma, sólo se analizaría la posición de la política monetaria del banco central en la primera reunión del mes. Consiguientemente, las decisiones sobre los tipos de interés normalmente sólo se toman en estas ocasiones. Las segundas reuniones del mes se reservan para otras tareas y responsabilidades del BCE y del Euro-sistema, y después de ellas ya no hay nota de prensa sobre las decisiones de política monetaria del BCE. No obstante, si las circunstancias lo requiriesen, el Consejo de Gobierno podría decidir cambiar los tipos de interés de referencia del BCE en cualquier momento. De hecho, el 17 de septiembre de 2001 ya hubo una convocatoria de emergencia de este órgano al margen de la agenda anunciada previamente.

La ejecución de cualquier política monetaria debe tener muy en cuenta la política fiscal que se realiza en un país. Ahora bien, en el caso de la zona del euro el Presupuesto General comunitario es muy pequeño en relación con los gastos de los gobiernos nacionales o regionales. Por eso, en el área del euro las autoridades monetarias deben relacionarse con al menos doce autoridades fiscales independientes. Pero la independencia tiene unos límites que el Tratado define desde el momento en que obliga a los estados a considerar sus políticas económicas como una cuestión de interés común. En concreto, se obliga a evitar los déficit públicos excesivos que pudieran poner en riesgo la estabilidad monetaria y se establecen mecanismos de disciplina presupuestaria. En los capítulos X y XI se detallan estos aspectos complementarios, pero decisivos, de la política monetaria.

La principal misión del *Comité Ejecutivo* del BCE es ejecutar las decisiones tomadas por el Consejo de Gobierno. Además, inicia y prepara estas decisiones. Pero el Consejo de Gobierno también puede decidir sobre propuestas realizadas por los gobernadores de los bancos centrales nacionales.

Se ha pedido el predominio del Comité Ejecutivo en el seno del Consejo de Gobierno del BCE, lo que implicaría una política monetaria más centralizada, a fin de compensar un poder fiscal y político muy descentralizados en la UEM. Una reforma propuesta es que no todos los bancos centrales que forman parte del Eurosistema tengan voto en el Consejo de Gobierno, estableciendo una rotación de pertenencia al Consejo. No obstante, existen razones a favor de la representación de todos los estados miembros en el Consejo de Gobierno, puesto que hay diferencias en los sistemas financieros que deberían ser tomadas en cuenta en la discusión de la política monetaria. Como se ha citado más arriba, el Tratado de Niza apunta a la vía de cambiar el procedimiento de voto en el Consejo de Gobierno.

En ocasiones, diversos observadores han propuesto una reducción del tamaño del Consejo de Gobierno para evitar la expresión pública de opiniones de política monetaria divergentes. Sin embargo, es dudoso que esto se lograra así, puesto que incluso en comités monetarios pequeños sucede que se oyen voces discordantes de vez en cuando y no dan señales claras a los mercados financieros. En cualquier caso, una modificación del principio de que cada banco central de un estado miembro tiene un representante en el Consejo de Gobierno del BCE exigiría una revisión del Tratado.

Algunos analistas han afirmado que la ejecución de la política monetaria de forma descentralizada puede ocasionar problemas. Con la excepción de las intervenciones en los mercados de cambios, todas las operaciones monetarias se deben compensar a través de los bancos centrales nacionales. Éstos conceden crédito a la banca, pero siempre con una garantía de valores. Existen dos clases de valores de garantía: los activos de la primera clase, válidos para toda la zona del euro, y los activos de la segunda clase, que se seleccionan por los bancos centrales nacionales y se utilizan sólo en algunos países. Se ha criticado que el uso de estos activos no contribuye a una integración del mercado monetario del euro.

En el SEBC algunas funciones son efectuadas por el BCE y los bancos centrales nacionales, como el mantenimiento de reservas exteriores. Otras funciones son realizadas ya sea por el BCE o por los bancos centrales nacionales. Éstos pueden hacer tareas que pueden interferir con la política monetaria. Así, si actuaran como prestamistas de última instancia como garantes de la estabilidad del sistema financiero, podrían afectar a la oferta monetaria del área del euro. Se precisaría una mayoría de dos tercios en el Consejo de Gobierno para declarar algunas funciones como incompatibles con los objetivos y tareas del SEBC. Por otra parte, el BCE no tiene responsabilidades en materia de supervisión bancaria, como sí tienen algunos bancos centrales de la zona del euro, si bien el Consejo le puede delegar funciones específicas en la materia.

3.3. Las personas

Para el cargo de Presidente del BCE, una de las personas más poderosas de la UEM, se nombró al holandés *Willem F. Duisenberg* en mayo de 1998. La duración del cargo está establecida en ocho años. Ahora bien, esta nominación no estuvo exenta de controversia, pues contó con la oposición de Francia, que presentaba la candidatura del gobernador del Banco de Francia, Jean-Claude Trichet. Así, en los mentideros políticos se aseguró que había el compromiso no escrito por parte de Duisenberg de ceder el cargo al candidato francés al cabo de cuatro años de mandato. De hecho, Wim Duisenberg declaró que no terminaría su mandato de ocho años, pero que planeaba permanecer en su cargo por lo menos hasta la introducción de los billetes y monedas en euros. Últimamente los problemas judiciales del Sr. Trichet podrían complicar esta sucesión anticipada, por lo que subsiste la incertidumbre en cuanto al cumplimiento del mandato del actual Presidente del BCE. Éste manifestó en octubre de 2001 que descartaba dejar su cargo antes del plazo de un año.

El nombramiento de Vicepresidente del BCE recayó en el francés Christian Noyer. El resto del Comité Ejecutivo está formado por el español Eugenio Domingo Solans, por la finlandesa Sirkka Hämäläinen, por el alemán Otmar Issing, y por el italiano Tommaso Padoa-Schioppa.

El número de empleados del BCE es relativamente pequeño comparado con el de los bancos centrales nacionales. Al final del año 2000 el BCE contaba con 941 empleados provenientes de los 15 estados miembros de la UE. La creación del BCE no ha supuesto una reducción apreciable de las plantillas de los bancos centrales nacionales. En algún caso incluso habían experimentado incrementos. Esto se explica porque no todas las funciones han sido transferidas al BCE, los bancos nacionales siguen analizando sus respectivas economías y además los bancos centrales nacionales han debido asumir funciones de coordinación con el resto de ellos y con el BCE.

El número de operadores en los mercados financieros del BCE es pequeño, unos 15 al principio de 2001, mientras que la mayoría del Eurosistema está en los bancos centrales nacionales, como se puso de manifiesto en la intervención para apoyar al euro en septiembre de 2000.

Cuadro 3.3

NÚMERO DE EMPLEADOS DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA ZONA DEL EURO

	31-12-98	31-12-99	31-12-00
Alemania	15.891	15.905	15.911
Francia ⁽¹⁾	16.009	15.614	15.205
Italia ⁽²⁾	8.914	8.802	8.639
Grecia	3.175	3.207	n.d.
España	3.172	3.148	n.d.
Bélgica ⁽¹⁾	2.518	2.445	2.406
Portugal	1.828	1.826	1.832
Países Bajos ⁽¹⁾	1.624	1.632	1.658
BCE	534	732	941
Austria ⁽²⁾	1.050	946	938
Finlandia	783	786	768
Irlanda ⁽¹⁾	639	668	707
Luxemburgo	130	152	165

Notas: (1) Número equivalente de empleos a jornada completa.

(2) Número de empleados medio.

n.d.: no disponible.

Fuentes: Publicaciones de los bancos centrales.

Por otra parte, el BCE depende de sus subsidiarios bancos centrales en cuanto a sus ingresos. Así, los gobernadores de los bancos centrales nacionales aprueban las propuestas de personal del Comité Ejecutivo, que no tiene derecho de voto en cuanto a asuntos de presupuesto. Los beneficios del señoreaje, es decir, los que provienen de la emisión de billetes, van directamente a los bancos centrales nacionales hasta que circulen las monedas y billetes en euros. Algunos críticos han señalado que las limitaciones presupuestarias del BCE pueden convenir a algunos bancos centrales nacionales, en la medida que facilitan que éstos puedan mantener sus funciones y privilegios tanto tiempo como sea posible.

3.4. Transparencia y rendición de cuentas

A un banco central que tiene por objetivo primordial la estabilidad de precios, y que excluye realizar una política activa de apoyo al crecimiento económico, le conviene una política transparente para que los participantes en los mercados puedan interpretar sus acciones. Así, la transparencia aumenta la credibilidad del banco central, particularmente si no goza de una reputación antiinflacionista firmemente establecida.

Cambios inesperados de los tipos de interés pueden provocar una significativa redistribución de la riqueza entre deudores y acreedores. Un banco central independiente que no tiene por finalidad la redistribución de la renta debe evitar que haya grupos que tengan más información que el resto respecto a sus acciones.

El BCE considera que una comunicación eficaz y un alto grado de transparencia son dos vías para incrementar la confianza de los mercados financieros y del público en general. Por eso, la política de comunicación del BCE sobrepasa las exigencias legales.

Los estatutos del SEBC y del BCE imponen ciertas obligaciones legales a éste respecto a la política informativa. Así, se le exige que publique un informe sobre las actividades del SEBC como mínimo una vez al trimestre y que presente un informe anual sobre estas actividades y sobre la política monetaria del BCE. Además, el BCE debe publicar cada semana un estado financiero consolidado del Eurosistema. Aparte de cumplir estos requisitos

jurídicos, el BCE publica un Boletín Mensual y celebra conferencias de prensa regularmente. Normalmente se convocan inmediatamente después de la primera reunión de cada mes del Consejo de Gobierno y van a cargo del Presidente y del Vicepresidente del BCE. Adicionalmente, los instrumentos y actos jurídicos aprobados por los órganos rectores del BCE se ponen a disposición del público en general.

Además, entre otros instrumentos de comunicación, el BCE emite notas de prensa periódicas sobre las decisiones de política monetaria. También publica notas de prensa específicas sobre otros temas de su competencia. Como se ha comentado en el capítulo anterior, desde diciembre de 2000 el BCE ha acordado publicar las proyecciones macroeconómicas de sus analistas, medida que se había reclamado para aumentar la transparencia del BCE.

Por otro lado, el BCE y los bancos centrales nacionales tienen por objetivo que la información que se ofrece al público sea coherente en toda el área del euro, que tanto los países como los medios de comunicación reciban un trato equitativo y no discriminatorio y que la información se facilite puntualmente. La diversidad de culturas dentro de la zona del euro complica la política de comunicación, hasta el punto de que a veces un mismo mensaje se puede entender de maneras distintas según los países.

Si bien el BCE tiene un objetivo en el ámbito de la zona del euro, en cambio los gobernadores de los bancos centrales nacionales son nombrados mediante procedimientos nacionales, a diferencia de los miembros del Comité Ejecutivo, y aquí surge, pues, una asimetría. La solución que se ha hallado es que la responsabilidad recaiga en el Consejo en conjunto, no individualmente. Por eso, y para limitar la posibilidad de presiones nacionales o de otro tipo, la publicación de las actas detalladas y los votos de las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE está prohibida por el Tratado. Sólo se pueden hacer públicos los resultados de las deliberaciones. Así, no es posible conocer las diferentes posiciones defendidas por los respectivos miembros ni conocer de cerca cómo éstos entienden la aplicación de la estrategia marcada por la institución. En este punto sigue la tradición del banco central alemán.

Han aparecido muchas críticas en el sentido de que la no publicación de las actas constituye una falta de transparencia. En julio de 2001 el Parla-

mento Europeo aprobó una resolución a favor de que el BCE publicase un resumen de las diferentes posiciones aparecidas en las reuniones sobre política monetaria, que se procediese a una votación al final de éstas y que se publicase su resultado, si bien de manera anónima. Por otro lado, se ha argumentado que si se obligase a publicar las actas, quizás la discusión se trasladaría a reuniones informales y que las actas sólo reflejarían un consenso acordado previamente, ocultando la discusión. Por otra parte, se ha sostenido que aunque con la publicación de las actas detalladas aumentaría la transparencia, quizás no la claridad, en tanto que al aflorar las divergencias producidas durante un debate se podría crear confusión.

A través de discursos públicos y entrevistas los miembros del Comité Ejecutivo difunden sus mensajes a un público muy amplio en toda la zona del euro. Además, el BCE publica informes especializados, documentos de trabajo y folletos, dirigidos a grupos de destinatarios diferentes, desde especialistas en distintos campos hasta el público en general. Asimismo, también se han hecho públicos algunos de los modelos econométricos usados por el BCE. Igualmente, organiza conferencias académicas.

Para comunicar información en tiempo real a los operadores de los mercados financieros el BCE utiliza la transmisión de información por medios electrónicos a través de las redes de tres agencias de información. El BCE también recibe a grupos de visitantes en su sede casi cada día. Por último, pero no menos importante, el BCE concentra en su dirección en internet (**www.ecb.int**) prácticamente todos estos instrumentos de la política de comunicación, estando disponibles en las once lenguas oficiales de la Comunidad. Además, el BCE ofrece líneas directas de correo electrónico para responder a consultas.

En esta política de comunicación, y dada la estructura descentralizada del SEBC, los bancos centrales nacionales juegan un papel esencial. A esta tarea contribuyen, sobre todo, con su conocimiento de los grupos de destinatarios regionales y nacionales.

En una sociedad democrática los bancos centrales independientes, como las otras instituciones responsables de políticas económicas, han de explicar sus decisiones y rendir cuentas ante el público y sus representantes

Cuadro 3.4

CRITERIOS DE TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES

	BCE	Reserva Federal de Estados Unidos	Banco de Japón
<i>Objetivos</i>			
Especificación de un objetivo primordial	Estabilidad de precios	No	Estabilidad de precios
Cuantificación del objetivo primordial	Menos del 2% a medio plazo	No	No
<i>Estrategia</i>			
Definición	Dos pilares	No	No
Anuncio de indicadores preponderantes	Valor de referencia para el crecimiento de M3	Bandas para el crecimiento de la cantidad de dinero y crédito	No
Anuncio de la variable instrumental	Tipo de interés interbancario a muy corto plazo	Nivel objetivo del tipo de interés de los fondos federales	Activos de caja para que el tipo interbancario diario se acerque al 0% en tanto haya deflación
Publicación de previsiones de inflación	Proyecciones	Sí	No
Publicación de los modelos macroeconómicos	Algunos	Sí	No
Indicaciones sobre medidas futuras	A veces	Evaluación riesgos	No
<i>Rendición de cuentas</i>			
Comparecencias en el Parlamento	Por lo menos trimestralmente	Por lo menos 2 al año	Por lo menos 2 al año
Informes públicos	Mensual	Mensual	Mensual
Participación de representantes del gobierno en reuniones del órgano del banco central (como observadores)	Presidente del ECOFIN y Comisión	No	Ministro de Finanzas y de la Agencia de Planificación Económica
Publicación resumen de las actas	No	Siete semanas más tarde	Un mes más tarde
Publicación actas detalladas	No	Cinco años más tarde	—
Conferencias de prensa	Mensual	No	Mensual

Fuentes: BCE, Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco de Japón y elaboración propia.

legalmente elegidos de los resultados de estas decisiones. Así, el BCE rinde cuentas ante el Parlamento Europeo, el Consejo Europeo, el Consejo de la UE y la Comisión Europea, pero en un sentido amplio también ante el público en general. El Presidente del BCE comparece al menos una vez al trimestre ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo. Las actas de estas audiencias tienen una amplia publicidad a través de los medios de comunicación de toda Europa.

3.5. ¿Independencia o aislamiento?

El Tratado concede al BCE un alto grado de independencia, en comparación con otros bancos centrales. El conflicto creado cuando se nombró como Presidente del BCE al Sr. Duisenberg en la cumbre de mayo de 1998 puso en cuestión el grado de independencia real de que finalmente podría disfrutar la institución monetaria. Algún enfrentamiento posterior, como el producido con el ministro alemán de finanzas Lafontaine por la cuestión del tipo de cambio a principios de 1999, tampoco contribuyó a reforzar la imagen de independencia.

También se ha criticado desde ciertos ámbitos el excesivo peso que supuestamente tiene la situación económica alemana en la actuación de la autoridad monetaria. Según estas críticas, la bajada del tipo de interés de referencia de la primera parte de 1999 respondería más a la deprimida situación económica alemana que a la registrada en el conjunto de la zona del euro, en la cual se daba un crecimiento muy intenso en algunas economías periféricas y donde ya se manifestaban algunas señales de inflación. Se trata de polémicas muy difíciles de fundamentar, ya que el margen de actuación de la política monetaria es amplio y no es posible acceder al contenido de las discusiones dentro del Consejo de Gobierno. La opacidad informativa sobre las decisiones de este órgano tampoco permite conocer el grado de sesgo nacionalista que aportan los gobernadores del Eurosistema, que estaría en contra de la supuesta neutralidad nacional que han de asumir a la hora de tomar las decisiones de la eurozona.

Los estatutos del SEBC y del BCE designan al Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas como único órgano de control jurisdiccional de

los actos adoptados en el marco de la actividad del SEBC. Tanto los actos como las omisiones del BCE están sujetos a la revisión y a la interpretación del Tribunal de Justicia. Éste puede revocar el nombramiento de un miembro del Comité Ejecutivo en caso de que se estime que ha dejado de reunir los requisitos necesarios para su función o de que se observe una falta grave de conducta. Por otro lado, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas, o ECOFIN, tiene poder legislativo sobre un instrumento de política monetaria como son las reservas mínimas que las entidades de crédito deben mantener en cuentas del BCE, si bien es cierto que se trata de un instrumento de carácter algo marginal. Por otra parte, el ECOFIN puede cambiar algunos puntos –que no afectan directamente a la política monetaria– de los estatutos del BCE sobre la base de una recomendación del propio BCE o según una propuesta de la Comisión, sólo con el consentimiento del Parlamento Europeo.

En definitiva, el grado de autonomía del SEBC es ciertamente muy alto. Un peligro de esta independencia estaría en que la misma podría alejar a los miembros de los órganos directivos de la realidad. Cabe destacar, sin embargo, que en la práctica existe un elevado grado de relación entre las distintas instituciones y gobiernos. Hay una amplia variedad de cauces por los que discurre la información, no sólo entre las instituciones comunitarias sino también entre éstas y los estados nacionales. Por ejemplo, a las reuniones del Eurogrupo (Consejo ECOFIN restringido del que forman parte únicamente los ministros económicos de los estados de la zona del euro) asiste regularmente un representante de la Comisión y el Presidente del BCE –o un representante suyo–, y de esta forma se discuten los problemas comunes y se intercambian puntos de vista. Las reuniones del Eurogrupo se realizan mensualmente y, normalmente, antes de las reuniones del ECOFIN. En el almuerzo de los ministros del Consejo ECOFIN, el ministro presidente del Eurogrupo suele informar a sus colegas no miembros de lo que se ha debatido en el Eurogrupo. Por otra parte, a las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE asisten, con voz pero sin voto, el Presidente del ECOFIN y un miembro de la Comisión Europea (normalmente el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios).

Un órgano básico en el esquema de coordinación no sólo de la política monetaria sino también de la política de tipos de cambio y de la política

económica en general es el *Comité Económico y Financiero*. Este Comité sustituyó al antiguo Comité Monetario, que tuvo un papel muy activo en el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo y en la liberalización de los movimientos de capital. Se trata de un organismo de naturaleza consultiva que prepara las reuniones del ECOFIN y del Eurogrupo y que está compuesto por representantes de los estados miembros, la Comisión y el BCE, cada uno de los cuales designa a dos miembros. El Tratado encarga a este Comité la función de colaborar en la preparación de los trabajos del Consejo en materias monetarias, financieras, movimiento de capitales y libertad de pagos.

Por último, otra línea de críticas que se han vertido sobre el diseño de la institución monetaria central es que la convierte en algo lejano y tecnocrático. Tanto los miembros del Comité Ejecutivo como los gobernadores de los bancos centrales son elegidos por los gobiernos, y las disposiciones del Tratado en cuanto a control de la actividad del BCE son muy escasas. Por tanto, existiría un riesgo de *déficit democrático* tanto por la forma de adoptar decisiones como por la imposibilidad de que las autoridades políticas democráticamente elegidas puedan revocar las mismas. El estatuto de independencia que protege la actuación de los órganos de gobierno tiene el riesgo de alejarlos de la opinión pública, si bien como se ha visto en la práctica el BCE se ha esforzado por atajar este peligro. El que no sea posible conocer las posiciones defendidas por los respectivos bancos centrales no permite una fluidez de comunicación entre éstos y los agentes económicos nacionales que transmita los impulsos que se encuentran en la economía del día a día.

Resumen

La política monetaria única la define y ejecuta el Sistema Europeo de Bancos Centrales, que se compone del Banco Central Europeo y de los bancos centrales nacionales de la Unión Europea. El BCE es la institución principal de la política monetaria, ya que sus órganos de gobierno son los que dirigen el SEBC. Así, el Consejo de Gobierno formula la política monetaria mientras que el Comité Ejecutivo la pone en práctica y los bancos centrales nacionales la ejecutan. El BCE se ha esforzado por desarrollar una política de comunicación eficaz y un alto grado de transparencia con el fin de que los mercados financieros y el público en general puedan interpretar sus acciones y así asentar su credibilidad. La independencia o autonomía del BCE en su ámbito de actuación es muy elevada y en ocasiones se ha señalado la falta de control democrático que supone el actual esquema monetario de la UEM.

IV. Desde Francfort, con amor

Como ha afirmado el Banco de Pagos Internacionales, no hay prácticamente antecedentes históricos de que a un banco central de nueva creación se le encargue de pronto la gestión de la política monetaria de una zona de grandes dimensiones, sujeta a cambios rápidos y económicamente diversa. Pero éste fue el mandato que recibió el Banco Central Europeo: poner en marcha la política monetaria del euro. Hemos visto hasta ahora el planteamiento estratégico de dicha política, las instituciones que la deben aplicar y las personas responsables de la misma. Es hora de pasar a la operativa específica que hace del euro la moneda común de la Unión Europea.

4.1. La aplicación de la política monetaria única

La tarea preparatoria desarrollada por el Instituto Monetario Europeo, antecesor del actual BCE, fue de importancia capital y creó una base de actuación que fue bien aprovechada por el BCE. La aplicación de la *estrategia de política monetaria* definida por el SEBC, que se explica en el apartado segundo de este capítulo, se basa en el control de la variable operativa, es decir, de los tipos de interés a muy corto plazo. Para ello se diseñó un juego de instrumentos para permitir su control eficiente y que al mismo tiempo fueran compatibles con la realización descentralizada de la política monetaria, la actuación de los bancos centrales nacionales en sus respectivos mercados.

Los estatutos del SEBC exigen que todas las operaciones del crédito del Eurosistema se realicen con activos de garantía apropiados (colaterales). El Eurosistema ha fijado una serie de requisitos a los activos de garantía para que puedan ser seleccionados en sus operaciones de política monetaria, distinguiendo dos categorías de activos: los de la lista *uno* y los de la lista *dos*. Los colaterales de la lista *uno* son activos de renta fija, pública y privada, que cumplen los criterios de selección determinados por el BCE para el conjunto de la zona del euro. Los instrumentos de la lista *dos* son activos negociables y no negociables que son de particular importancia para los distintos mercados financieros nacionales y cuyos criterios de selección son determinados por los bancos centrales nacionales de acuerdo con unos requisitos mínimos establecidos por el BCE. Ambos tipos de activos pueden utilizarse en las distintas clases de operaciones de política monetaria del Eurosistema. De todos modos, el uso transfronterizo de los activos de la lista *dos* no es importante.

Para que la política monetaria única descentralizada fuera posible se tuvo que poner en marcha un sistema de grandes pagos a través de los países de la Unión Europea que facilitara la redistribución de la liquidez inyectada por el BCE. Se optó por el sistema denominado TARGET, acrónimo en inglés de *Sistema Automatizado Transeuropeo de Transferencia Urgente para la Liquidación Bruta en Tiempo Real*. Además, con él también se planeó mejorar la solvencia y la eficiencia de los pagos transfronterizos en euros dentro de la UE.

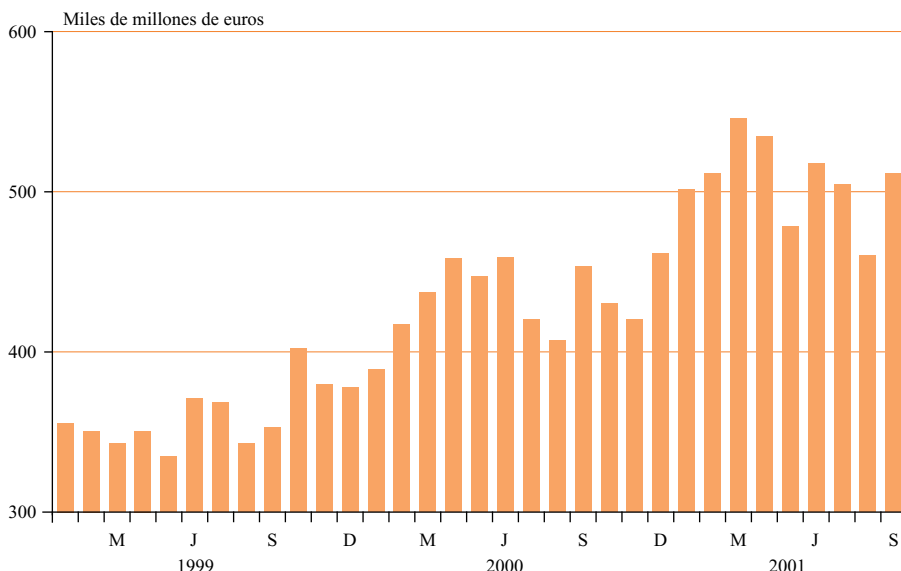
El sistema TARGET interconecta los sistemas de pagos de los países de la UE estructurados en torno a los bancos centrales nacionales. El TARGET es un sistema de liquidación bruta en tiempo real, es decir, cada pago se liquida de forma individual y con firmeza inmediata, una vez el pago ha sido comunicado, siempre que la entidad disponga de saldo suficiente o de las garantías de crédito correspondientes.

La operativa del sistema TARGET, después de un primer periodo con algunos problemas técnicos y de adaptación por parte de las entidades, ha constituido un éxito notable. TARGET ha procesado un gran número de importantes pagos con tiempos de transmisión reducidos. Aparte de los sábados y domingos, en 1999 el TARGET sólo cerró el día de Año Nuevo, el día de Navidad y, excepcionalmente, para aumentar la seguridad de la transición

Gráfico 4.1

TARGET: VALOR DE LAS TRANSACCIONES TRANSFRONTERIZAS

Medias diarias



Fuente: Banco Central Europeo.

al año 2000, el día 31 de diciembre. Posteriormente, se decidió que TARGET se cerrara el día de Año Nuevo, el Viernes Santo, el Lunes de Pascua, el 1 de mayo, el día de Navidad y el 26 de diciembre, dado que en estos días señalados la actividad era baja. De modo extraordinario, el TARGET no operará el 31 de diciembre de 2001, a fin de facilitar la conversión al euro por parte de los sistemas de pagos al por menor y las entidades de crédito.

4.2. Operativa

El BCE cuenta con tres grupos de instrumentos para la aplicación de la política monetaria: las operaciones de mercado abierto, dos facilidades permanentes (una de crédito y una de depósito) y un coeficiente de reservas mínimas.

Cuadro 4.1

INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA

Operaciones de política monetaria	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez	Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
Operaciones de mercado abierto					
Operaciones principales de financiación	• Operaciones temporales («repos»)		• Dos semanas	• Semanal	• Subastas estándar
Operaciones de financiación a plazo más largo	• Operaciones temporales («repos»)		• Tres meses	• Mensual	• Subastas estándar
Operaciones de ajuste	• Operaciones temporales («repos»)	• Operaciones temporales («repos»)	• Sin normalizar	• No regular	• Subastas rápidas
	• «Swaps» de divisas	• «Swaps» de divisas			• Procedimientos bilaterales
		• Depósitos a plazo fijo			
	• Compras simples	• Ventas simples	• Normalizado	• No regular	• Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales	• Operaciones temporales («repos»)	• Emisión de certificados de deuda del BCE	• Normalizado / sin normalizar	• Regulares y no regulares	• Subastas estándar
	• Compras simples	• Ventas simples		• No regular	• Procedimientos bilaterales
Facilidades permanentes					
Crédito	• Operaciones temporales («repos»)		• Diaria		• Acceso a petición de las contrapartes
Depósito		• Depósitos	• Diaria		• Acceso a petición de las contrapartes
Reservas mínimas					
				• Mensual	• Obligación de mantener unos saldos líquidos mínimos

Fuentes: BCE y elaboración propia.

Las *operaciones de mercado abierto* tienen como objetivo principal regular la liquidez del sistema financiero y conducir los tipos de interés. Se han previsto cuatro clases de operaciones: las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo, las operaciones de ajuste y las operaciones estructurales.

Las *operaciones principales de financiación* son el instrumento más importante destinado a inyectar liquidez en el sistema. Adoptan la forma de compraventas temporales de activos y préstamos garantizados. Se efectúan mediante subastas semanales y a un vencimiento de dos semanas. El tipo de interés de estas operaciones es la referencia clave de la política monetaria. En el año 2000 estas operaciones proporcionaron el 74% de la liquidez inyectada mediante las operaciones regulares de mercado abierto.

En un principio las operaciones principales de financiación adoptaron el modelo seguido por el banco central alemán, realizándose a un tipo fijo anunciado previamente por el BCE. La instrumentación de las subastas a través de pactos de recompra de valores de deuda previamente establecidos como de garantía representaba una discriminación para los bancos de los países con menor cantidad de colateral exigible, lo que les obligó a titularizar parte de sus carteras de créditos, es decir, a convertirlos en títulos de renta fija negociable. El problema se agravaba porque la demanda de fondos excedía la cantidad que el BCE estaba dispuesto a otorgar, lo que conducía a un prorrateo.

Cuando en otoño de 1999 aparecieron expectativas de elevación de los tipos de interés, el temor a obtener una cantidad de fondos menor que la deseada a causa del prorrateo incentivaba a las entidades financieras a solicitar una cantidad superior a la requerida. La autoridad monetaria no exigía demostrar la posesión de los activos movilizables que exigían las demandas. Esto condujo a una espiral que llevó a unos porcentajes de adjudicación bajísimos, por debajo del 1% de la cantidad pedida al final de mayo de 2000.

Para resolver esta situación, el día 8 de junio de 2000 el BCE optó por cambiar a un procedimiento de subasta a tipo de interés variable a partir de la operación realizada el 27 de junio de 2000. El Consejo de Gobierno decidió fijar un tipo mínimo de puja para señalar la orientación de la política monetaria y publicar estimaciones de las necesidades de liquidez agregada del siste-

ma bancario. Actualmente, las subastas de operaciones principales de financiación a tipo de interés variable se efectúan por el denominado procedimiento a tipo múltiple, que comporta que cada entidad paga las cantidades que le han sido aceptadas al tipo de interés ofertado en su puja.

El paso de las subastas de las operaciones principales de financiación de tipo de interés fijo a variable motivó un cambio significativo de comportamiento de las entidades. Así, se redujo sensiblemente la cuantía media de las pujas, y el porcentaje medio de adjudicación fue el 58% en la segunda mitad del año 2000.

En las operaciones de mercado abierto basadas en las subastas estándar pueden participar las entidades sujetas al sistema de reservas mínimas, que eran más de 8.000 en la zona del euro al inicio de la tercera fase de la Unión Monetaria. Pero para actuar como contrapartida en las operaciones de política monetaria es necesario además que las entidades tengan un acceso directo o indirecto a una cuenta en el sistema para la liquidación bruta en tiempo real.

De hecho, el número de entidades que han participado efectivamente en las operaciones principales de financiación ha tendido a reducirse desde 1.068 en enero de 1999 a 814 de media en la primera mitad del 2000 con el sistema a tipo fijo, y hasta 463 en la primera subasta de mayo del 2001. Esta evolución es atribuible a varios factores, entre los que destaca el proceso continuo de concentración del sector bancario. También ha incidido la percepción por parte de las entidades financieras de que los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por el Eurosistema y los tipos interbancarios diarios eran bastante reducidos.

Las *operaciones de financiación a plazo más largo* operan de forma similar a las principales de financiación, si bien se efectúan con una frecuencia mensual y con vencimiento a tres meses. Este tipo de operaciones suministró alrededor del 26% de la liquidez total a través de operaciones regulares de mercado abierto en el año 2000.

En cuanto a *otras operaciones de mercado abierto*, en el año 1999 no se realizó ninguna y en el año 2000 sólo se realizaron dos operaciones de ajuste. La primera tuvo lugar a principios del año 2000 para drenar la excesi-

va liquidez existente al principio del año a resultas de los preparativos para evitar problemas con la transición al año 2000. Esta operación se ejecutó mediante la captación de depósitos a una semana a través de una subasta rápida a tipo de interés variable. De las 210 entidades admitidas para esta operación participaron efectivamente 43. La segunda operación de ajuste se efectuó para proporcionar liquidez y se realizó el 21 de junio de 2000 a través de una subasta rápida a tipo de interés variable y con vencimiento a un día. En el año 2001 el día 27 de abril se realizó una subasta estándar de financiación adicional a una semana de vencimiento. Esta operación tuvo un carácter técnico para contrarrestar la baja adjudicación en la operación principal de financiación del 10 de abril por reducidas peticiones de las entidades en un contexto de expectativas bajistas de los tipos de interés. Además, después de los atentados terroristas en Estados Unidos el 11 de septiembre, el BCE realizó varias operaciones de ajuste fino de provisión de liquidez para evitar posibles problemas de funcionamiento en los mercados monetarios.

Las operaciones estructurales tienen como finalidad ajustar la posición estructural de liquidez del sector financiero frente al Eurosistema. Hasta el momento el Eurosistema no ha realizado ninguna operación de esta modalidad.

Las *facilidades permanentes*, de crédito o de depósito, permiten a las entidades financieras obtener o colocar liquidez en el Eurosistema al plazo de un día, aunque son operaciones penalizadas en términos de tipo de interés. La utilización simultánea de las facilidades permanentes no ha sido importante, a excepción de los primeros días de 1999. Esto muestra que normalmente el mercado interbancario funciona bien. En el año 2000 la utilización media de ambas facilidades disminuyó en relación con el año anterior, lo que indica una gestión más eficaz de las reservas por parte de las entidades de crédito, y menores desequilibrios en la liquidez agregada, que se suelen manifestar al final de los periodos de mantenimiento.

Las entidades de crédito del área del euro tienen la obligación de mantener unas *reservas mínimas* en el banco central. La exigencia de reservas de una entidad se calcula multiplicando el coeficiente de reservas de cada categoría de pasivos computables por el saldo de dichos pasivos en el balance de

la entidad. Las entidades pueden deducir una franquicia de las reservas exigidas, calculadas en promedio mensual. El BCE fijó el coeficiente de reservas en el 0% o el 2,0% según los pasivos computables, y puede modificarlo entre los límites establecidos por el Consejo. Las principales características del sistema de reservas mínimas no han sido variadas en el transcurso del periodo transitorio del euro. Las reservas mínimas se remuneran al tipo de interés marginal medio de las operaciones principales de financiación. Con el sistema de reservas mínimas se ha logrado una razonable estabilización de los tipos de interés del mercado monetario y la ampliación del déficit estructural de liquidez del sector bancario.

Para aumentar la transparencia de la política de imposición de sanciones del BCE respecto al incumplimiento del mantenimiento de las reservas mínimas, el BCE hizo público el 2 de febrero de 2000 el tipo de interés de penalización, que es el tipo de la facilidad marginal de crédito más 2,5 puntos porcentuales. En caso de incumplimiento en más de dos ocasiones en menos de doce meses, este tipo se incrementará en otros 2,5 puntos porcentuales. El número de incumplimientos de las exigencias de reservas continuó disminuyendo durante el año 2000, colocándose en 92 casos frente a 139 en 1999.

4.3. Tipos de interés de referencia

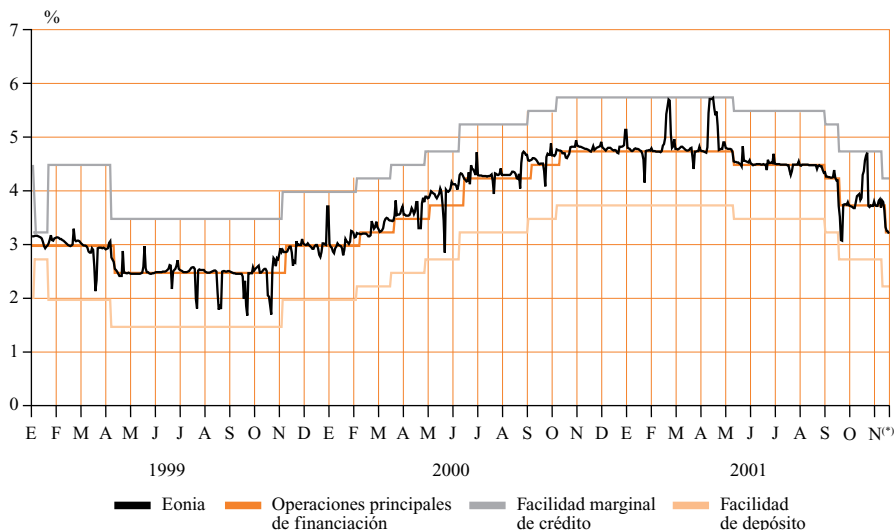
Como se ha comentado más arriba, el tipo de interés clave de la política monetaria es el determinado por las *operaciones principales de financiación*, que tienen lugar con una frecuencia semanal. Hasta junio de 2000 éstas se realizaban a un tipo de interés fijo. Posteriormente, el BCE publica un tipo mínimo de puja como orientación de la política monetaria. Adicionalmente, el BCE ha fijado los *tipos de interés de las facilidades de crédito y de depósitos*, en torno al tipo de referencia de las operaciones principales de financiación. Estos dos tipos determinan una banda entre la que suele oscilar el *tipo de interés diario interbancario*, la variable operativa a controlar. Esta banda, después de un periodo de adaptación para las entidades, se fijó en una amplitud de 200 puntos básicos desde el 9 de abril de 1999. Este esquema de tipos de interés rectores sigue en líneas generales el modelo del banco central

alemán, el Bundesbank, aunque en Alemania no existía la facilidad de depósito antes de 1999.

El tipo de referencia de las operaciones principales de financiación se estrenó en el 3%. Permaneció en este nivel en los primeros meses del año 1999 resistiendo las presiones de diversos políticos, y notablemente del ministro de finanzas germano, Oskar Lafontaine, que abogaban por un recorte ante la situación de desaceleración económica de la zona del euro y en particular de Alemania. Poco tiempo después de la salida del gobierno de Lafontaine, paradójicamente, el BCE anunció el 8 de abril de 1999 una rebaja de 50 puntos básicos de su principal tipo de interés, hasta el 2,50%. Una vez que mejoró la coyuntura de la zona del euro, el BCE, el día 4 de noviembre de 1999, inició un giro alcista hasta situarlo en el 4,75% a principios de octubre del año 2000. Posteriormente, el 10 de mayo de 2001 el BCE retomó la senda relajadora en un entorno de ralentización económica en el área del euro y de descabros bursátiles.

Gráfico 4.2

TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA OFICIALES Y EONIA



Nota: (*) Día 19 de noviembre.

Fuente: Banco Central Europeo.

Aparte de los tipos de interés oficiales, existen tipos de interés de referencia del euro, respecto a los cuales se suelen indizar contratos. Los más importantes son el *Eonia* y el *Euríbor*.

El *Eonia* (Euro OverNight Index Average) es la media ponderada del tipo de interés efectivo de todas las transacciones con vencimiento a un día en euros sin colateral (valor de garantía). Se incluyen las operaciones iniciadas dentro del área del euro realizadas por las entidades más activas en el mercado interbancario, que son las mismas que para el Euríbor. El cálculo lo efectúa el propio Banco Central Europeo.

El *Euríbor* (Euro Interbank Offered Rate) es el tipo de interés al cual se ofrecen depósitos interbancarios en euros dentro de la zona del euro por un banco de primera fila a otro banco de la máxima calidad crediticia. Las entidades que contribuyen al Euríbor son las que tienen un mayor volumen de contratación en los mercados de dinero de la zona del euro. Este grupo está formado por 41 instituciones financieras de países que participaron en la tercera fase de la UEM desde el comienzo (de las cuales tres son españolas), cuatro de los países de la Unión Europea que no participaron en el lanzamiento del euro, y cuatro grandes bancos internacionales de países terceros que operan intensamente en la zona del euro. Se calcula para 13 plazos, que van de una semana a un año, como la media de las cotizaciones proporcionadas un poco antes de las 11 horas. Antes de calcular el promedio se excluyen tanto el 15% más alto como el más bajo de todas las cotizaciones, para cada vencimiento. Las entidades promotoras del Euríbor son la Federación Bancaria Europea y la Asociación Cambista Internacional y se ha convertido en la referencia más utilizada en su género.

Así, el Euríbor a un año pasó a ser la nueva *referencia interbancaria a un año* del mercado hipotecario español para los contratos realizados a partir del 10 de julio de 1999. El denominado Míbor a un año actualmente sólo mantiene el carácter de tipo de referencia oficial para las operaciones formalizadas con anterioridad al día 1 de enero de 2000, y para su cálculo se utiliza el Euríbor a un año en los días en que no se hayan cruzado operaciones a ese plazo en el mercado de depósitos interbancario español.

4.4. La integración de los mercados monetarios

Hasta el final de 1998 los diversos mercados monetarios nacionales de la zona del euro tenían características específicas. Esto cambió con el advenimiento del euro, pero en grado distinto según los diferentes segmentos del mercado. En el mercado de depósitos interbancarios sin garantía y en los mercados monetarios de derivados la introducción del euro y de la política monetaria única supusieron un grado de unificación y de estandarización mucho mayor. Las potenciales ganancias de eficiencia derivadas del incremento de escala de los mercados monetarios ya se han materializado en buena parte. Desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria en los mercados monetarios algunas entidades han extendido su campo de acción al conjunto de la zona del euro. Por otro lado, prácticamente ya se ha completado el proceso de centralización de las actividades de gestión de tesorería de las entidades bancarias en el conjunto del área del euro.

A juzgar por la pequeña dispersión de los tipos de interés diarios de los depósitos interbancarios en los distintos estados miembros, se puede afirmar que se ha producido una gran integración del mercado interbancario de depósitos en la zona del euro, con un significativo aumento de las operaciones transfronterizas. Esto ha sido posible gracias al buen funcionamiento de la liquidación de los pagos transfronterizos, efectuada principalmente mediante el sistema TARGET, que ha dado una adecuada fluidez a la circulación de la liquidez entre una docena de plazas financieras a menudo afectadas por situaciones de liquidez heterogéneas. También contribuyeron la armonización de los procedimientos y el éxito inmediato de los índices Eonia y Euríbor de la zona del euro.

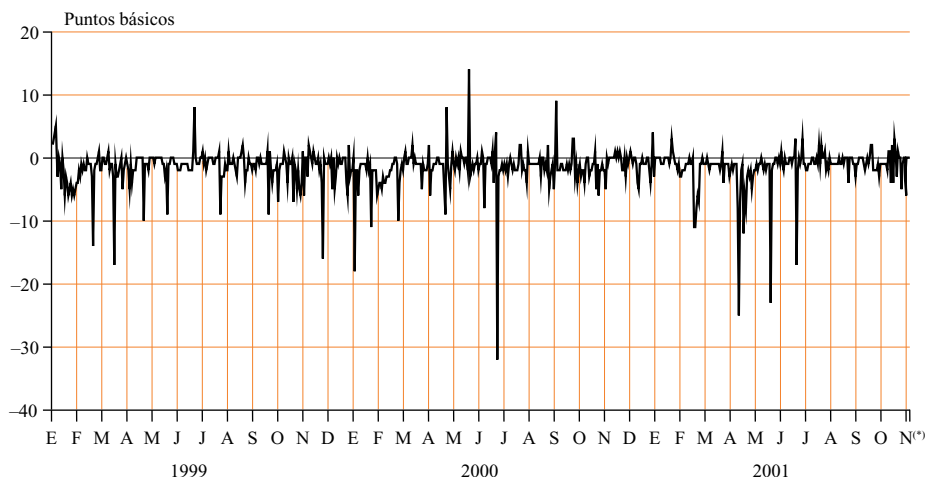
La integración también se ha producido en el mercado de derivados a corto plazo. Así, en el mercado de *swaps* de tipos de interés (permutas financieras, que consisten en un acuerdo para intercambiar flujos de pagos con diferentes tasas de rendimiento, normalmente una fija y otra variable, entre dos agentes económicos de acuerdo con una fórmula especificada), más de dos tercios del volumen de las transacciones son transfronterizas. En este mercado existe un alto grado de estandarización y de competencia. El índice Eonia ha adquirido progresiva importancia en la referencia de los contratos

de *swaps*. La actividad intermediadora en este segmento se ha concentrado en un pequeño número de entidades.

Dada la existencia de una única curva de tipos de interés para la zona del euro, con el Euríbor como tipo de interés de referencia, los contratos de futuros sobre el Euríbor han sustituido a todos los anteriores.

Gráfico 4.3

DIFERENCIAL ENTRE EL TIPO DE INTERÉS A UN DÍA DEL MERCADO INTERBANCARIO DE DEPÓSITOS ESPAÑOL Y EL EONIA



Nota: (*) Día 5 de noviembre.

Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

En cuanto a otros segmentos del mercado monetario, como los *repos* o los títulos a corto plazo, no se puede hablar de una integración muy satisfactoria. El mercado de *repos* ha experimentado avances, como lo demuestra el incremento de las operaciones transfronterizas. No obstante, los diferenciales de tipos de interés entre los distintos países, aunque han disminuido, siguen subsistiendo. El mercado de repos todavía está bastante fragmentado, predominando en cada país el uso de valores nacionales como colateral, debido a una serie de obstáculos, como que los distintos tipos de deuda pública no se consideran completamente sustitutivos, falta de uniformidad de tipo legal,

fiscal y contable, y también distintos sistemas nacionales de liquidación y negociación.

En los mercados de valores a corto plazo (letras del Tesoro, pagarés de empresa y certificados de depósito) en el transcurso de estos últimos años se ha avanzado en el proceso hacia la integración. No obstante, el grado de ésta es sensiblemente inferior al del resto de segmentos del mercado monetario, a causa de falta de armonización de los sistemas de negociación y liquidación, así como por diferentes entornos legales y distintos tratos fiscales. Cabe señalar que los mercados secundarios de pagarés de empresa y certificados de depósito tienen escasa importancia en la mayoría de estados miembros.

Resumen

La aplicación de la política monetaria única se ha desarrollado en general por los cauces previstos con notable éxito. El BCE ha desplegado un completo arsenal de instrumentos para aplicar su política monetaria, mediante el cual regula la liquidez del sistema financiero. La liquidez inyectada por el Eurosistema se redistribuye eficazmente por el mercado interbancario integrado gracias al buen funcionamiento del sistema de pagos transfronterizo TARGET. El Euríbor ofrece la información necesaria sobre los niveles de los tipos de interés del mercado monetario. Este mercado se ha unificado y estandarizado en toda la zona del euro, en especial en el segmento de depósitos interbancarios y de swaps de tipos de interés. No obstante, algunos segmentos del mercado monetario como los repos y los mercados de valores a corto plazo todavía están bastante fragmentados por falta de homogeneización legal, fiscal y de los sistemas de liquidación nacionales.

V. El BCE y la estabilidad de precios

La tasa de inflación en la zona del euro se ha situado por encima del 2% desde junio de 2000 y ha llegado a superar el 3% en la primavera de 2001. Si el 2% era el techo admisible para cumplir el objetivo de estabilidad de precios que el Tratado exige al SEBC, ¿está fallando la política monetaria? Esta clara desviación del objetivo de inflación marcado por el BCE ha cuestionado el éxito de su gestión monetaria. Algunos analistas han argumentado que o bien el BCE se ha equivocado al cuantificar el concepto de estabilidad de precios fijado por el Tratado o bien ha fallado su estrategia.

5.1. ¿Por qué el BCE no cumple sus objetivos de política monetaria?

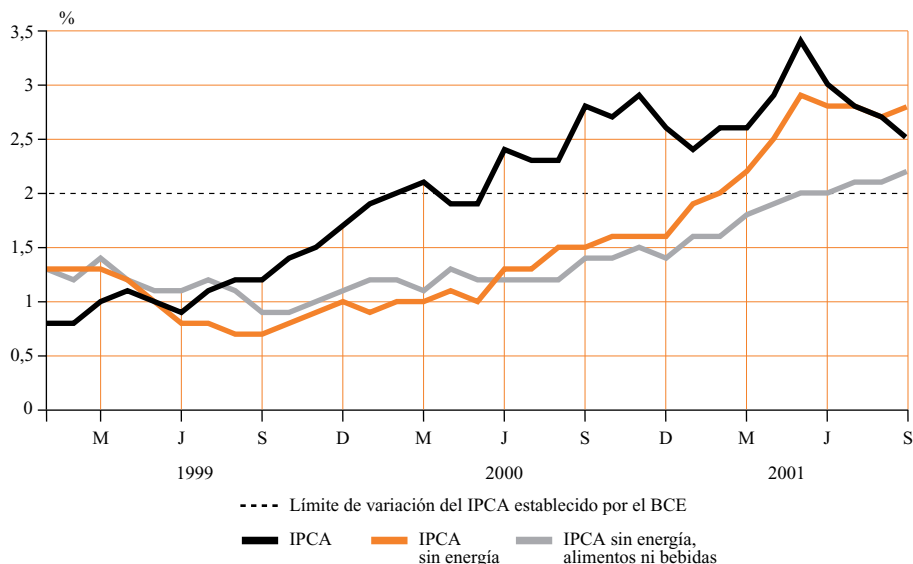
Como se ha descrito en el apartado 2.2, la política monetaria aplicada por el BCE se fundamenta en dos pilares: el seguimiento del crecimiento de un agregado monetario, el M3, y una evaluación de las perspectivas de la inflación. En cuanto al primer pilar, observamos que desde el comienzo de la tercera fase de la UEM la tasa interanual de crecimiento del agregado M3 se ha situado por encima de la referencia del 4,5% anual. Esto podría constituir un indicio de incumplimiento de su propia estrategia por parte del BCE. No obstante, cabe señalar que a partir de la primavera de 2000 la expansión de M3 se ralentizó. La posterior aceleración de M3 en el año 2001 ha sido considerada por el BCE como un fenómeno transitorio, y debida en parte a distorsiones por

tenencias de activos financieros por parte de los no residentes. El aumento interanual de M3 habría superado ligeramente el 6% en el periodo julio-septiembre, una vez corregido este efecto.

Gráfico 5.1

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN EL ÁREA DEL EURO

Tasa de variación interanual



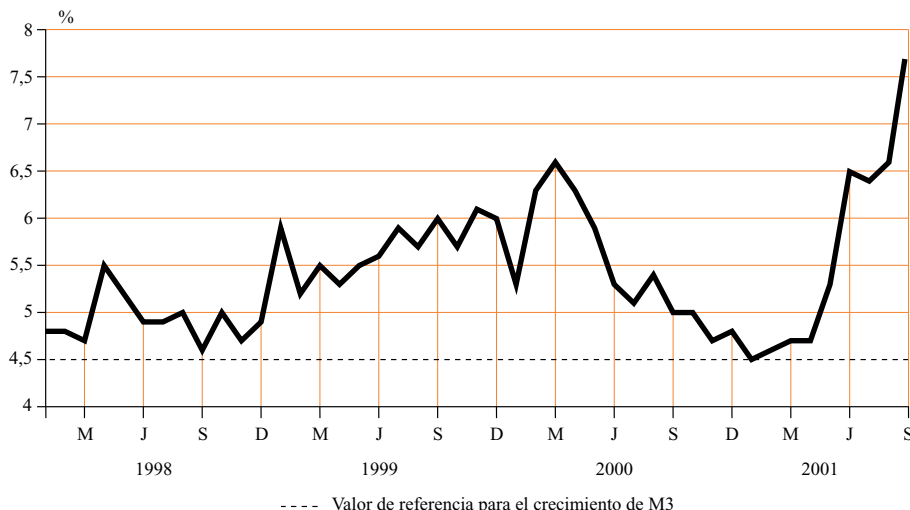
Fuente: Eurostat.

Por otra parte, el BCE ha insistido en que la cifra del 4,5% debe tomarse como una referencia, máxime cuando el mismo lanzamiento del euro ha provocado cambios estructurales en los sistemas y mercados financieros de la zona de la moneda única que inciden imprevisiblemente en la evolución de los agregados monetarios. Cabe recordar, por otro lado, que el propio Bundesbank, que tenía como objetivo el crecimiento de un agregado monetario, en numerosas ocasiones sufrió desviaciones de las bandas de crecimiento establecidas sin que ello pusiera en cuestión su ortodoxia monetarista.

Gráfico 5.2

EL DESBORDAMIENTO DEL AGREGADO MONETARIO M3

Tasa de variación interanual



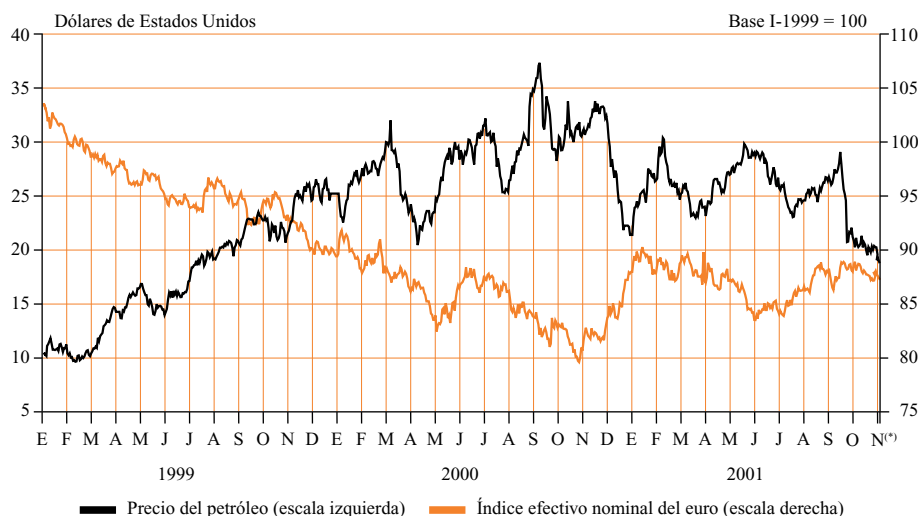
Fuente: Banco Central Europeo.

Por lo referente al segundo pilar, los elementos más destacables en este periodo transitorio han sido la fuerte alza del precio internacional del petróleo en su primera mitad, que llegó a cuadruplicarse entre diciembre de 1998 y septiembre de 2000, aunque luego flexionó a la baja, y la acusada depreciación del euro, del 29,5% frente al dólar desde su introducción hasta el mínimo de octubre de 2000. El BCE no puede hacer nada para evitar los efectos directos del encarecimiento del crudo sobre el IPCA, pero sí es responsable de la eventual propagación de este choque a través de los utilizadores de energía y finalmente de las demandas salariales.

Por otro lado, se podría pensar que el desbordamiento de la inflación en la zona del euro es producto de un recalentamiento, ya que algunas estimaciones de la *tasa natural de paro* para la zona del euro la situaban en el 9%, cuando el desempleo se ha situado por debajo de este nivel desde mediados de 2000. No obstante, probablemente el nivel de la tasa natural del paro

Gráfico 5.3

LA SUBIDA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO Y LA DEPRECIACIÓN DEL EURO



Nota: (*) Día 5 de noviembre.

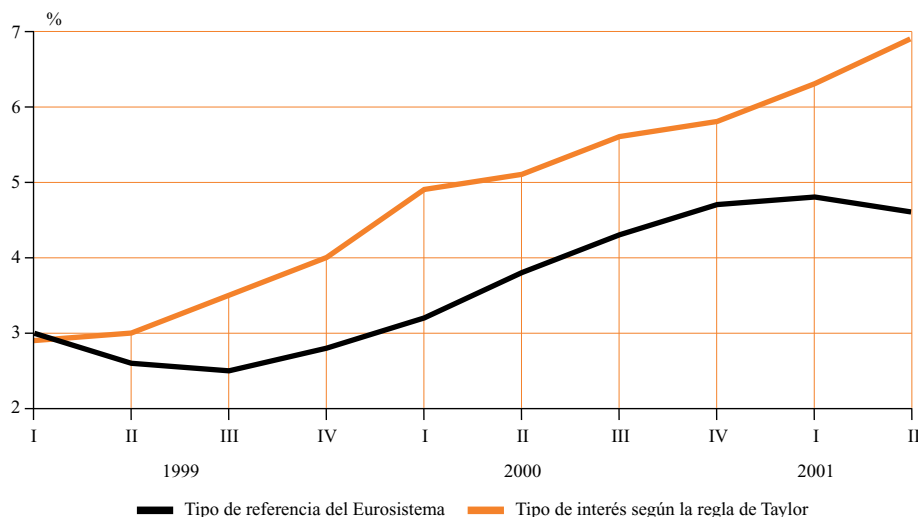
Fuentes: Thomson Financial Datastream, Banco Central Europeo y elaboración propia.

—una elaboración teórica— del área del euro deba rebajarse a causa de las reformas estructurales emprendidas.

Con el propósito de sofocar la difusión del aumento de los precios energéticos, el BCE emprendió un giro alcista de los tipos de interés en noviembre de 2000 al considerar que existía un riesgo para la estabilidad de los precios a medio plazo. Así, el tipo de referencia del Eurosistema se elevó en 225 puntos básicos en menos de un año. Una vez alcanzado el nivel del 4,75% el BCE lo dejó inalterado durante varios meses, manteniéndose al margen de la ola bajista de los tipos de interés oficiales protagonizada sobre todo por la Reserva Federal de Estados Unidos. Las críticas de los políticos al BCE arreciaron. Finalmente, después de haber indicado que mantendría sus tipos de interés de referencia, el día 10 de mayo el BCE los rebajó en 25 puntos básicos. Esta decisión desconcertó a los mercados y afectó a su credibilidad. Posteriormente, en un contexto de clara desaceleración económica, el BCE volvió a recortar su tipo oficial.

Gráfico 5.4

EL TIPO DE REFERENCIA DEL EUROSISTEMA Y LA REGLA DE TAYLOR



Fuentes: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Ahora bien, ¿eran elevados los tipos de interés del Eurosistema? Es difícil responder a esta pregunta, puesto que no existe consenso respecto a un nivel apropiado de tipo de interés de equilibrio en unas determinadas circunstancias. Sólo a título de primera aproximación, se puede calcular el nivel del tipo de interés que marca la llamada *Regla de Taylor* en función de la desviación de la inflación a su nivel objetivo y de la diferencia entre el crecimiento económico observado y su tasa potencial. En el gráfico adjunto se aprecia que el tipo de interés oficial del BCE se ha situado persistentemente por debajo del que indicaría la Regla de Taylor. Así, parece que los tipos de interés fijados por el BCE han sido más bien bajos.

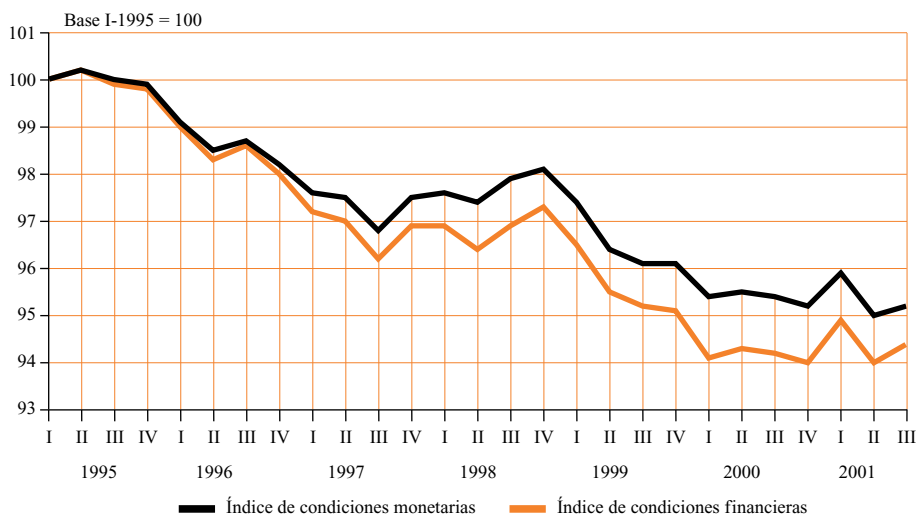
Otro factor importante para la consecución del objetivo de la estabilidad de precios es la necesaria coordinación de la política monetaria con la presupuestaria. Ello se analiza en el capítulo X de esta obra. Aquí sólo apuntaremos que a pesar de la disminución de los déficit públicos y la consecución de superávit en bastantes estados miembros, el esfuerzo de reducción de los déficit públicos estructurales podría haber sido mayor, teniendo en cuen-

ta la bonanza económica. Por otra parte, las reformas fiscales realizadas en algunos países, aunque encomiables, no han sido muy oportunas para ayudar a la política monetaria en la contención de los precios, en la medida en que han representado un estímulo de la demanda.

El grado de tensión o relajación relativo de la política monetaria también se puede valorar a través de un índice de condiciones monetarias. Este índice tiene en cuenta la evolución del tipo de interés real (es decir, descontada la inflación) y el tipo de cambio. En efecto, se considera que una depre-

Gráfico 5.5

LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO



Fuente: Elaboración propia.

ciación del tipo de cambio refuerza la demanda a través del componente exterior, y por tanto, incide en el gasto agregado. Pues bien, en el gráfico adjunto se observa que en los primeros años de la política monetaria del BCE las condiciones monetarias más bien se han relajado. Se puede trazar una panorámica más completa si se incluye el efecto de las bolsas, cuya subida tiende también a impulsar el consumo, lo que se refleja en el llamado índice de con-

diciones financieras. La evolución de este índice también indica una distensión de las condiciones financieras, corregido en el último periodo por la caída de los mercados bursátiles.

Otra manera de valorar la política monetaria del BCE es a través de las expectativas de inflación, que se deberían situar por debajo del 2% si el Eurosistema ha ganado suficiente credibilidad. Pues bien, desde este punto de vista el BCE aprueba el examen. En efecto, las expectativas de inflación que se deducen de la rentabilidad de los bonos públicos a largo plazo, comparándola con la de otros similares indizados con la inflación, se colocan por debajo de ese límite.

Resumen

El objetivo de estabilidad de precios del BCE, es decir, una inflación que no supere el 2%, está definido como referencia a medio plazo, sin concretar qué se entiende por medio plazo. Por tanto, todavía es pronto para determinar si la institución responsable de la política monetaria única no ha cumplido sus responsabilidades. La desviación de la inflación de su senda objetivo se ha debido sobre todo al súbito encarecimiento del petróleo y a la inesperada depreciación del euro, circunstancias que deben tomarse como puramente coyunturales. Pero hay señales de que dichas perturbaciones se han transmitido parcialmente al conjunto de los precios de la economía. La política monetaria del BCE parece que ha sido algo laxa, a juzgar por algunos indicadores monetarios. No obstante, las expectativas de inflación a medio plazo de los agentes económicos se sitúan en línea con el objetivo del BCE, dando un voto de confianza en favor de la credibilidad de la política monetaria del euro.

VI. Los responsables del tipo de cambio del euro

La puesta en marcha de la moneda única a partir de enero de 1999 ha sido un éxito en muchos aspectos, pero no en uno de crucial: el euro ha sufrido un intenso retroceso frente a las principales monedas. Este largo periodo de caída en la cotización de la nueva moneda representó una sorpresa general, ya que antes del lanzamiento del dinero europeo los temores apuntaban más bien a una excesiva fortaleza. En esos largos meses de desplome, la mayor parte de miradas se dirigieron hacia el Banco Central Europeo (BCE), para que la institución que comandaba el euro *hiciera algo* para frenar esta sorprendente evolución. Se equivocaban. El BCE no es el responsable del tipo de cambio. Al Sistema Europeo de Bancos Centrales únicamente le pueden preocupar las vicisitudes de la moneda en la medida en que afecte a su objetivo primordial, la estabilidad de precios. El responsable del euro está en otra parte. En este capítulo se explica cómo se distribuyen las responsabilidades de la política de tipo de cambio del euro, cómo interactúan las distintas instituciones, quién representa al euro en los foros internacionales y qué acuerdos cambiarios existen con relación a otras monedas.

6.1. Reparto de competencias

El objetivo de la política monetaria del Eurosistema (BCE y bancos centrales nacionales que han adoptado el euro) es la estabilidad de los precios internos de la zona del euro, como se ha explicado en el apartado 2.2. ¿Quién

se encarga del cambio externo de la moneda única? El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea distingue dos niveles:

- Otorga la capacidad de *decisión* en política cambiaria al Consejo de la Unión Europea.

- Encomienda al Sistema Europeo de Bancos Centrales la capacidad de *ejecutar* la política cambiaria.

Por tanto, el Tratado determina que es el Consejo de Ministros la institución que tiene la potestad de:

- Celebrar *acuerdos formales* relativos a un sistema de tipos de cambio para el euro en relación con otras monedas.

- Formular las *orientaciones generales* de la política de tipos de cambio respecto a monedas no comunitarias.

- Entablar negociaciones relativas al *régimen monetario o cambiario* con estados terceros o con organizaciones internacionales.

El Consejo, en su formación de Asuntos Económicos y Monetarios o ECOFIN, es la única institución competente en materia de tipos de cambio. Sus acuerdos en este punto son vinculantes para el resto de instituciones de la Unión Europea (UE), incluidos el BCE y los estados miembros. Ciertamente, la división institucional entre la *cara interna* del euro (el nivel de precios de la UE) y la *cara externa* (el tipo de cambio) no tiene mucho sentido en un mundo financiero en el que los capitales circulan sin trabas. Por ello, el Tratado impone una trascendental limitación al libre albedrío del Consejo en esta materia. Y es que cualquier acuerdo o compromiso relacionado con el tipo de cambio exterior del euro no puede poner en riesgo la sacrosanta estabilidad de precios que debe presidir las actuaciones monetarias. Automáticamente, este principio da un gran poder al BCE, en su calidad de garante de la estabilidad de los precios internos. Así, el Tratado establece que el ECOFIN consulte siempre con el BCE antes de tomar cualquier decisión al respecto y exige que alcance con el mismo un consenso compatible con la estabilidad de precios. De esta forma, el banco de Francfort tiene una especie de veto en lo que concierne a las decisiones de política de tipo de cambio, dentro del papel secundario que indiscutiblemente le corresponde en este esquema institucional.

En definitiva, es difícil imaginar una decisión del Consejo ECOFIN que afecte al tipo de cambio del euro y que vaya en contra de los criterios del BCE. La única escaramuza en este sentido que se ha producido fue la originada por la propuesta del ministro alemán de finanzas a principios de 1999, Oskar Lafontaine, secundada por su homólogo francés. Se trataba de impulsar un acuerdo cambiario que estableciese bandas de fluctuación bilaterales entre euro, dólar y yen. Los ministros estaban preocupados por la caída del euro y pretendían frenarla de esta forma. Pero Wim Duisenberg, presidente del BCE, expresó un enérgico rechazo. Una obligación de este tipo condicionaría la política monetaria del Eurosistema y podría dificultar el control de la inflación. Podría suceder, por ejemplo, que el euro entrara en una fase de fortaleza en un momento de inflación al alza, con lo que el Consejo de Gobierno del BCE se vería en el dilema de bajar los tipos de interés, para cumplir el acuerdo cambiario y frenar al euro, o de subirlos, para luchar contra el alza de los precios. Un acuerdo de tipos de cambio, en definitiva, pondría en cuestión la actual estrategia de la política monetaria. Finalmente, el presidente del BCE, Duisenberg, se salió con la suya y no hubo acuerdo cambiario, si bien hay que señalar que para ello recibió la inestimable ayuda de Estados Unidos, que no estaban ni están en absoluto dispuestos a alcanzar un arreglo de este tipo. Los americanos mantienen en este punto el principio definido por John Connally, antiguo secretario del Tesoro, de que «el dólar es nuestra moneda, pero vuestro problema».

En el fondo, el problema es que tal como está definida la política monetaria parece difícil utilizar el apartado del Tratado que posibilita el inscribir el euro en un acuerdo internacional de tipos de cambio fijos o limitados frente a otras monedas. Incluso el establecimiento de *orientaciones generales* relativas a la política de tipos de cambio puede chocar con la actuación del Eurosistema. Es por este motivo que ya en 1997, mucho antes de lanzar el euro, el Consejo Europeo de Luxemburgo declaró que sólo en circunstancias excepcionales se adoptarían acuerdos u orientaciones en este sentido. Además, el Consejo vino a *lavarse las manos* al declarar que la base de un euro fuerte y respetado sería una adecuada combinación de las políticas económicas de la zona del euro. No es extraño, por tanto, el silencio del Consejo durante los largos meses de la caída del euro, apenas roto por esporádicas declaraciones relativas a la excesiva infravaloración de la moneda europea.

Hay, además, otra complicación a la hora de que el Consejo ECOFIN adopte una posición activa en materia de tipos de cambio. Se trata de que dicha posición, si bien puede tomarse por mayoría cualificada, en la práctica probablemente debería conseguir un consenso muy amplio entre los actuales doce miembros afectados por las vicisitudes del euro. Y ello no parece fácil, dadas las inevitables disparidades entre los estados miembros. Detrás de la moneda única no hay uno, sino doce ministros de finanzas, y esta es una de las debilidades del euro, a diferencia de lo que sucede con el dólar o el yen. En Estados Unidos, el secretario del Tesoro es la cara visible del billete verde, y en Japón el ministro de finanzas también suele *dar la cara* por el yen. En la Comunidad han surgido propuestas en el sentido de crear una especie de *Mr. Euro*, una persona que represente al euro ante mercados y ciudadanos y aporte confianza a la moneda única. Es decir, algo así como un *Mr. PESC*, el Alto Representante de la Política Exterior y de Seguridad Común (Javier Solana), creado precisamente para personalizar la política de asuntos exteriores de la UE. Pero *Mr. Euro* no ha pasado de ser una simple propuesta.

Más complicaciones. Del Consejo forman parte estados como el Reino Unido, Dinamarca y Suecia, cuya moneda no ha sido sustituida aún por el euro. ¿Tienen igualmente voz y voto en las decisiones del Consejo relativas a la moneda única? La respuesta es no. El Tratado no permite participar en la toma de decisiones relativas a la moneda única a los estados «acogidos a una excepción» en la terminología del mismo, es decir, los que no participan en el euro. Por tanto, los derechos de voto de dichos estados en el Consejo quedan suspendidos con el fin de que las decisiones representen los intereses de los miembros de la zona del euro. Además, desde el primer momento se hizo patente que no tenía mucho sentido que estados ajenos a la moneda única participaran en los debates relativos a la zona del euro. Y no sólo en materia de tipo de cambio, sino también en cuestiones relacionadas con la política monetaria, déficit y deuda pública, coordinación de las políticas económicas, etc. Por este motivo el Consejo Europeo de Luxemburgo creó en 1997 el Euro-X (siendo X el número de participantes en el área del euro) o Euro-11, más adelante rebautizado como Eurogrupo. Se trata de un Consejo ECOFIN restringido del que forman parte únicamente los ministros económicos de los estados de la zona del euro. Es un órgano informal, y como tal no puede tomar

decisiones y se limita a deliberar sobre las materias citadas. Su presidente es el mismo que ostenta la presidencia semestral del ECOFIN, siempre y cuando la presidencia recaiga en un estado de la eurozona; en caso contrario, el cargo lo ostentaría el ministro económico de la presidencia siguiente del país que pertenezca a la zona del euro. El tono de exclusividad que ha tomado el Eurogrupo ha levantado suspicacias en los estados excluidos. El Reino Unido, en concreto, se opuso de forma vehemente a la creación del mismo. Un antiguo ministro de finanzas francés, Strauss-Kahn, describió gráficamente el rechazo a británicos, daneses y suecos por parte del Eurogrupo, explicando que si el lanzamiento del euro es como una boda, es lógico que los recién casados no quieran a nadie más en su cama.

En ausencia, pues, de un acuerdo formal de tipos de cambio o de orientaciones al respecto, la responsabilidad de la gestión cotidiana del euro recae en el BCE. Así lo establece el Tratado, que concede a éste en exclusiva la operativa de las operaciones de cambios del Eurosistema: intervenciones, gestión de las reservas exteriores de oro y divisas, etc.

¿Qué papel juegan el resto de instituciones comunitarias en materia de tipo de cambio del euro? La Comisión tiene un papel discreto. Ciertamente, el Tratado establece que las decisiones del Consejo tengan en cuenta las recomendaciones o las propuestas de la Comisión, tanto en lo que se refiere al establecimiento de acuerdos cambiarios, como a las orientaciones generales de política cambiaria o a la representación de la Comunidad en el ámbito internacional. Además, participa activamente en el proceso decisorio, y sus tomas de posición tienen un peso específico importante. De todas formas, es innegable que en materia de tipo de cambio la Comisión se ha convertido en una especie de secretariado del Consejo, puesto que su peso institucional no es comparable al de éste o al del BCE. Y esto sucede muy a su pesar, ya que la Comisión ha luchado por «ser la voz económica de la UE y el interlocutor del BCE», como afirmaba en octubre de 2000 Romano Prodi, presidente de la Comisión. Pero la tendencia general, claramente reafirmada en el recientemente firmado Tratado de Niza, es una indiscutible preponderancia de los estados en detrimento del componente supranacional, que representa la Comisión, en que tradicionalmente se ha basado la construcción europea. Por su parte, el Parlamento Europeo tiene un papel de mero comparsa, debiendo

únicamente ser consultado en caso de acuerdos formales relativos a un sistema de tipos de cambio. Hay que señalar, en todo caso, que por más que las respectivas competencias estén estrictamente delimitadas por el Tratado, en la práctica la Comunidad no funciona como compartimentos estancos, sino que existe una amplia variedad de cauces por los que discurre la información, no sólo entre las instituciones comunitarias, sino también entre éstas y los estados nacionales.

6.2. La representación internacional del euro

La Comunidad debe estar representada por una sola voz en los foros internacionales en los que se discuten asuntos relativos a tipos de cambio. En estos ámbitos, la Comunidad debe presentar y defender una única posición. Este es el principio fundamental que establece el Tratado. No podía ser de otra forma, ya que tratándose de una única moneda, el euro, no tendría sentido la discrepancia o la disparidad de opiniones y posiciones. Por ello, el Tratado confiere de nuevo al Consejo la decisión sobre la posición en materia cambiaria de la Comunidad en el ámbito internacional, a partir de la propuesta de la Comisión y previa consulta al BCE.

La complicación surge a la hora de decidir la representación física en dichos foros internacionales de carácter monetario. En los mismos, normalmente suele ser el ministro de finanzas y/o el gobernador del banco central quienes toman asiento en representación de un país. Pero la Comunidad tiene quince ministros de finanzas, algunos de los cuales son ajenos al euro, un banco central y, además, una Comisión que pugna por cumplir su función de *voz económica de la UE*. El conflicto finalmente se aclaró en el Consejo Europeo de Viena en diciembre de 1998. La regla acordada fue la siguiente:

- La Comunidad hablará con una sola voz.
- La Comunidad estará representada de forma mixta por el ECOFIN y por el BCE (excepto, naturalmente, en los ámbitos estrictos que correspondan al banco central). Cuando la presidencia semestral del ECOFIN recaiga en un estado miembro que no forma parte de la zona del euro, quien hablará en nombre de la misma será el ministro de finanzas de la presidencia siguiente del país que sí pertenezca a la zona del euro.

- La Comisión estará asociada a la representación exterior de la Comunidad.

Se trataba de una solución que disgustó visiblemente a la Comisión, ya que quedaba relegada a un papel meramente de apoyo, pero que trataba de minimizar de forma pragmática los efectos de un cambio de la naturaleza que impone el euro. De todas formas, luego hubo que negociar en cada foro la solución específica.

Un ejemplo representativo de la alternativa adoptada fue la elegida en el caso del Grupo de los Siete o G-7. Se trata de un foro de carácter informal de coordinación de políticas que reúne a los países más poderosos económicamente del planeta: Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y Canadá. En un principio, Estados Unidos consideró que añadir a las reuniones al presidente del Eurogrupo en representación de la UEM cuando éste no fuera uno de los tres miembros naturales que han adoptado el euro (Alemania, Francia o Italia) supondría sobrerrepresentar a la UE. El acuerdo finalmente alcanzado establece que la representación de la Comunidad a nivel ministerial cuando se traten temas relativos al tipo de cambio del euro corresponde al presidente del Eurogrupo, aunque éste provenga de un país no miembro del G-7. El presidente del BCE, por su parte, asiste a las reuniones del Grupo de Gobernadores y de Ministros de Finanzas del G-7 cuando se traten materias como la supervisión macroeconómica o los tipos de cambio (en este caso, los tres gobernadores de los bancos centrales de los países del G-7 que son miembros de la zona del euro no participan en dichas sesiones). Un representante de la Comisión forma parte de la delegación comunitaria en calidad de asistente del presidente del Eurogrupo.

En el caso del Fondo Monetario Internacional, se trata de una organización internacional intergubernamental, cuyo estatuto prevé únicamente la participación de estados soberanos. Los doce participantes en el euro son miembros del mismo. El BCE tiene garantizado su papel de observador en el Directorio Ejecutivo, mientras que la representación de la UEM la ejerce el miembro de la oficina del Director Ejecutivo del estado que ostente la presidencia del Eurogrupo, que será asistido por un representante de la Comisión. En el resto de instituciones, grupos o delegaciones internacionales la solución

especifica la toma el presidente de turno del ECOFIN, de acuerdo con los principios citados.

6.3. Más allá de la zona del euro

La circulación del euro no se restringe al territorio de los doce estados que lo han adoptado como moneda nacional. Hay una serie de países o territorios europeos y no europeos que no tienen moneda propia y que tradicionalmente han venido utilizando la de un estado miembro. El caso más claro son los territorios franceses de ultramar. Los departamentos que utilizaban el franco francés (Guadalupe, Martinica, Guayana Francesa y Reunión) adoptaron, lógicamente, el euro de forma directa; San Pedro y Miquelon y Mayotte, colectividades territoriales que no forman parte del territorio comunitario, requirieron un acuerdo expreso del Consejo para adoptar el euro como moneda oficial. El Consejo también adoptó decisiones para preservar las relaciones monetarias previas con tres estados soberanos europeos: la República de San Marino, el Estado Vaticano y el Principado de Mónaco; estos países tienen derecho a utilizar el euro como moneda oficial, sujeto a un acuerdo con la Comunidad. Por lo que se refiere a Andorra, la inexistencia de acuerdos monetarios formales previos con Francia y España hace que la peseta y el franco francés, monedas de circulación más corriente en el país pirenaico, hayan sido sustituidas directamente por el euro. Hay que señalar, asimismo, la decisión del Consejo sobre el mantenimiento de los acuerdos cambiarios del franco francés y el escudo portugués, según los cuales el euro ha sustituido a las antiguas monedas nacionales comunitarias como moneda de referencia (convertibilidad a una paridad fija). Ello afecta al franco CFA –que utilizan 14 países de África–, al franco de las Comores, al franco del Pacífico –que utilizan los tres territorios ultramarinos del Pacífico–, y al escudo de Cabo Verde.

Otro grupo de países tiene ligada su moneda al euro a un tipo de cambio fijo. Desde enero de 1999, Dinamarca y Grecia aceptaron participar en el nuevo mecanismo de tipos de cambio que sustituyó al vigente en el Sistema Monetario Europeo hasta la entrada en vigor de la tercera fase de la UEM (Suecia y Reino Unido rechazaron esta posibilidad). Por el mismo, la corona

danesa y la dracma griega establecieron una paridad bilateral fija respecto al euro, alrededor de la cual se admitía una fluctuación delimitada por unas bandas máxima y mínima. La incorporación de la dracma al euro a partir del primero de enero de 2000 ha dejado sola a Dinamarca en el nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio. Por su parte, Chipre y Macedonia han vinculado unilateralmente sus monedas al euro. Otros países han adoptado los mecanismos conocidos por *currency boards* (vinculación paritaria fija e invariable de la moneda nacional a otra de referencia) basados en el marco alemán y en el euro, como Bosnia-Herzegovina, Bulgaria y Estonia.

Por otra parte, el euro es utilizado oficiosamente como moneda de referencia en los regímenes cambiarios de flotación dirigida adoptados por la República Checa, Rumania, República Eslovaca y Eslovenia. Hungría ha establecido una banda móvil de fluctuación vinculada explícitamente al euro. Asimismo, el euro forma parte de la cesta de monedas de referencia que utilizan numerosos países (entre los que se hallan algunos candidatos a la ampliación como Malta y Polonia), además de integrar la cesta de valoración de los derechos especiales de giro (junto con el dólar, el yen y la libra), que son utilizados como referencia en un numeroso grupo de países, entre los que se halla Letonia. Por fin, cabe destacar la decisión de Argentina de modificar su *currency board* en el sentido de tomar en un futuro como contrapartida de su moneda nacional, el peso argentino, a dólar y euro al 50%, en vez de utilizar única y exclusivamente el dólar de Estados Unidos.

De todas formas, el euro se halla todavía lejos de hacer sombra al dólar de Estados Unidos en su papel de moneda de reserva internacional, es decir, de activo preferido por los bancos centrales para colocar sus reservas oficiales de divisas. Aunque el euro es la segunda moneda de reserva preferida, por detrás del dólar, su peso en las reservas de divisas de los bancos centrales ha disminuido en términos nominales con relación al que anteriormente tenía la suma de las monedas que se integraron en el euro. Esto es debido principalmente a que las reservas de divisas de los bancos centrales de la zona del euro denominadas en las antiguas monedas nacionales se convirtieron en activos internos, con la consiguiente reducción global de reservas del Euro-sistema. Así, en diciembre de 2000, última fecha para la que se dispone de datos, el euro representaba el 12,7% de las tenencias oficiales de reservas de

divisas internacionales, frente al 14,5% que suponía, a diciembre de 1998, la suma del marco alemán, el franco francés, el florín neerlandés y el ecu. En cambio, el dólar aumentó su participación del 65,9% al 68,2% entre 1998 y 2000.

Cuadro 6.1

PROPORCIÓN CORRESPONDIENTE A DISTINTAS MONEDAS EN EL TOTAL DE TENENCIAS OFICIALES IDENTIFICADAS DE DIVISAS. AL 31 DE DICIEMBRE DE CADA AÑO⁽¹⁾

En porcentaje

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Todos los países</i>											
Dólar de EE.UU.	50,6	51,3	55,3	56,7	56,6	57,0	60,3	62,4	65,9	68,4	68,2
Yen japonés	8,0	8,5	7,6	7,7	7,9	6,8	6,0	5,2	5,4	5,5	5,3
Libra esterlina	3,0	3,3	3,1	3,0	3,3	3,2	3,4	3,7	3,9	4,0	3,9
Franco suizo	1,2	1,2	1,0	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Euro	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12,5 ⁽²⁾	12,7 ⁽²⁾
Marco alemán	16,8	15,4	13,3	13,7	14,2	13,7	13,1	12,9	12,2	—	—
Franco francés	2,4	3,0	2,7	2,3	2,4	2,3	1,9	1,4	1,4	—	—
Florín neerlandés	1,1	1,1	0,7	0,7	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	—	—
Ecu	9,7	10,2	9,7	8,2	7,7	6,8	5,9	5,0	0,8	—	—
Monedas sin especificar ⁽³⁾	7,1	6,2	6,6	6,6	6,5	8,9	8,3	8,4	9,3	8,9	9,2

Nota: En algunos casos, los totales no coinciden con la suma de los componentes debido al redondeo de las cifras.

(1) La unidad monetaria europea (ecu) se considera como moneda independiente. En este cuadro sólo se incluyen los países miembros del FMI que proporcionan información sobre sus tenencias oficiales de divisas.

(2) Esta cifra no es comparable con la proporción en años anteriores de las monedas reemplazadas por el euro, parte de la cual reflejaba tenencias del eurosistema que pasaron a ser activos internos y, por consiguiente, no reservas externas, con la conversión al euro el 1 de enero de 1999 (por ejemplo, con la conversión al euro, las tenencias de Alemania en francos franceses pasaron a ser activos internos de Alemania).

(3) Este residuo es igual a la diferencia entre el total de las reservas de divisas de los países miembros del FMI y la suma de las reservas mantenidas en las monedas enumeradas en el cuadro.

Fuente: FMI.

El papel del dólar como principal divisa de referencia en la negociación internacional de los mercados de cambios tampoco ha sido menoscabado por la aparición del euro, pues intervino en el 90% de las operaciones en divisas en abril de 2001 frente al 87% en 1998, según el informe trianual del Banco de Pagos Internacionales. Así, la moneda europea participó como con-

trapartida en el 38% del total de transacciones en divisas, superando a la cuota del marco alemán en 1998 (el 30%), pero fue inferior a la suma de las participaciones de las divisas constituyentes en 1998 (el 53%), lo que se explica en buena parte por la eliminación de las operaciones entre ellas. No obstante, la divisa europea se consolida en el segundo lugar, sobrepasando ampliamente al yen, que ocupa la tercera posición con una cuota del 23%.

Por lo demás, el euro tampoco tiene un peso significativo en el ámbito de las transacciones no financieras internacionales, pese a la enorme importancia de la zona del euro en el comercio mundial. En concreto, las cotizaciones y las operaciones relativas a materias primas y productos industriales (petróleo, café, cobre, etc.) siguen utilizando el dólar y, pese a los esfuerzos de la Comisión, no parece fácil que esta realidad cambie en un futuro inmediato. Únicamente cabe reseñar, a efectos puramente anecdóticos, la decisión de Irak de facturar sus exportaciones de petróleo en euros.

6.4. La operativa de las reservas exteriores

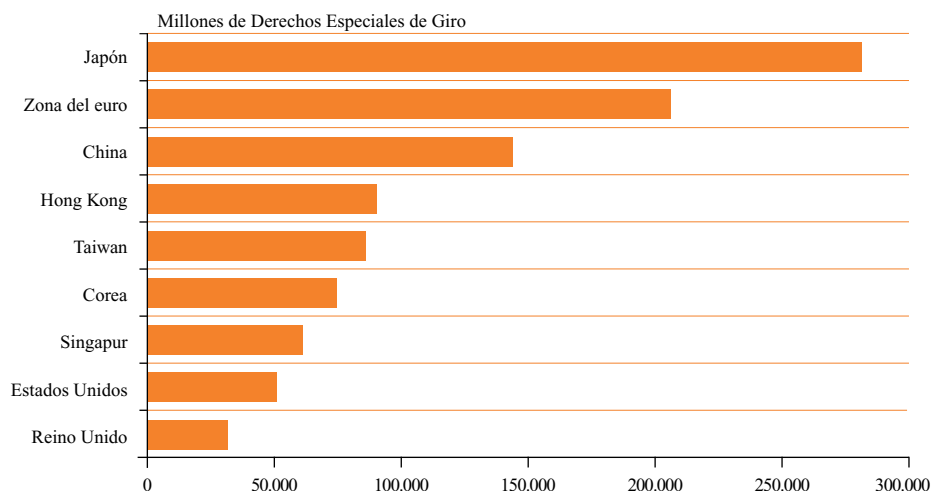
De acuerdo con el Tratado, como se ha indicado anteriormente, el propio Eurosistema es el encargado de la tenencia y la gestión de dichas reservas exteriores de los estados miembros. Estas reservas ascienden actualmente a cerca de 400.000 millones de euros y se hallan distribuidas entre las que posee el BCE, que le fueron transferidas al inicio de la tercera fase de la UEM, y las que conservan en su poder los bancos centrales de la zona del euro. En efecto, cuando se creó el euro, los bancos centrales de los estados participantes cedieron al BCE 39.460 millones de euros (15% en forma de oro y el resto en dólares y yenes), distribuyendo dicha cantidad en proporción al capital del BCE suscrito por cada país.

El objetivo que persigue la gestión de las reservas exteriores es garantizar un volumen de recursos líquidos suficiente para poder intervenir en los mercados cambiarios. Se trata de una pretensión discutible y discutida, ante el ingente volumen de fondos que mueven los mercados (de 1 a 1,5 billones de dólares diarios, según las estimaciones del Banco Internacional de Pagos), de manera que los resultados de una intervención en los mercados de cambios siempre presentan una elevada incertidumbre.

Gráfico 6.1

RESERVAS OFICIALES⁽¹⁾

Marzo 2001



Nota: Sin oro.

Fuente: FMI.

En ausencia de acuerdos de tipos de cambio con un área o una moneda relevante en el contexto del sistema monetario internacional, y sin unas orientaciones oficiales del Consejo sobre el cambio del euro, la operativa de la gestión de la reserva de divisas se circunscribe al marco de la política monetaria. Así parece entenderlo el BCE, que en su boletín de enero de 2000 afirmaba: «...toda intervención en los mercados cambiarios, así como cualquier otra operación en divisas, habrán de inscribirse en el contexto de la estrategia de política monetaria del Eurosistema». Pero cuando el 22 de septiembre de 2000 el BCE, junto con los otros bancos centrales del G-7, intervino a favor del euro, el móvil estaba más allá de las puras preocupaciones inflacionistas. En la declaración relativa a dicha intervención, el BCE se refería a los peligros que la trayectoria del euro planteaba a la economía mundial. Se trataba, en definitiva, de frenar el desplome de la moneda europea antes de que ésta cayera en picado hasta nuevos mínimos. La intervención, estimada en unos 6.000 millones de euros, no tuvo éxito, puesto que el euro sufrió nuevos retrocesos. Pero la intervención se repitió en noviembre, ante el nue-

vo retroceso de la moneda única, esta vez con el BCE en solitario y repartida en tres sesiones en los primeros días del mes. En un primer momento pareció que de nuevo la operación había fracasado, pero en los días posteriores el euro recuperó posiciones.

Por lo demás, la gestión de las reservas exteriores se sujeta a los requisitos habituales de cualquier banco central, es decir, liquidez y seguridad. Hay que destacar que aunque los bancos centrales nacionales de la eurozona en principio gestionan sus propias reservas, dicha gestión debe atenerse a las estrictas directrices que establece el Consejo del BCE, deben comunicar todos los movimientos al BCE en tiempo real y deben también solicitar la aprobación del BCE para cualquier transacción que por su volumen pueda afectar a los tipos de cambio o a la liquidez internacional por encima de ciertos límites establecidos.

Resumen

La responsabilidad del tipo de cambio del euro recae en el Consejo de Ministros de la UE. Pero la exigencia de preservar la estabilidad de los precios internos impide que éste pueda decidir una política cambiaria en contra del criterio del BCE. Hay una cierta impresión de que existe una especie de vacío de poder en el ámbito cambiario, una ausencia de autoridad fuerte que dé respaldo a la moneda única. De todos modos, el euro ha consolidado su papel de moneda internacional, habiéndose clarificado su papel en los foros internacionales –G7, FMI– y como moneda de referencia para los sistemas monetarios de numerosos países europeos y no europeos. De todas formas, se halla todavía muy lejos de siquiera acercarse al dólar de EE.UU. como activo internacional de reserva o moneda de referencia en los mercados internacionales de materias primas.

VII. ¿Por qué se derrumbó el euro?

El Tratado exige a la política monetaria que dé estabilidad a la moneda única. Pero se refiere a los precios internos. No establece cuál debe ser la política de cambio, es decir, el precio exterior de la nueva moneda. El hecho es que a lo largo del periodo transitorio el euro ha sufrido una notable depreciación respecto a las principales monedas, un fenómeno que no se esperaba. En este apartado se pasa revista a las explicaciones que se han debido improvisar para explicar esta evolución, a menudo insatisfactorias porque no acaban de aclarar lo sucedido en esta fase.

7.1. El ecu fuerte de 1998

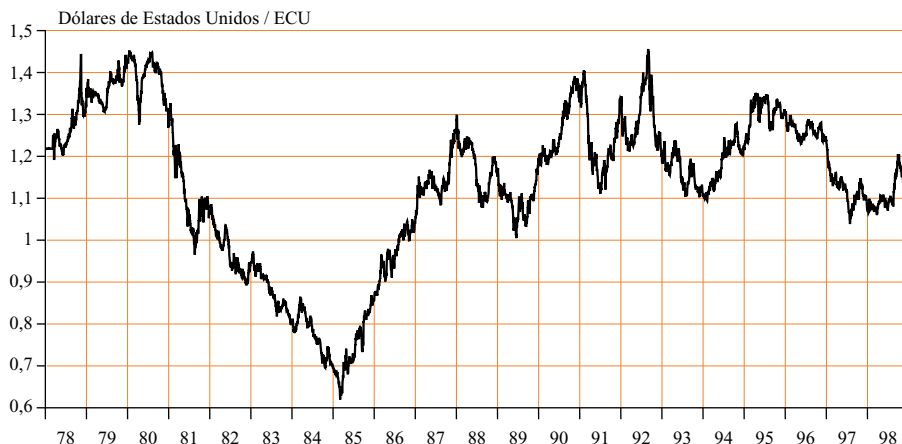
El día 3 de mayo de 1998, los ministros y gobernadores de los bancos centrales del grupo de estados miembros que iban a formar el área del euro, la Comisión Europea y el Instituto Monetario Europeo, como precursor del BCE, emitieron un comunicado conjunto sobre el procedimiento que habría de usarse para la fijación de los tipos de conversión irrevocables del euro al final de la segunda fase. Esto se efectuó de acuerdo con la decisión aprobada por el Consejo Europeo en su reunión de Luxemburgo de diciembre de 1997 y con la resolución adoptada por el Consejo de la Unión Europea sobre los estados miembros que participarían en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria desde el principio.

Según el Tratado, los tipos de conversión irrevocables del euro debían ser adoptados formalmente el 1 de enero de 1999. Como, asimismo, el ecu se debía convertir en euros según la relación 1:1, y puesto que la libra esterlina, la dracma griega y la corona danesa, pertenecientes al ecu, no participarían en la tercera fase desde el comienzo, no era posible anunciar los tipos de conversión irrevocables del euro con las monedas participantes. Por esto, se decidió preanunciar los tipos de cambio bilaterales de las monedas participantes en la zona del euro que se utilizarían el 31 de diciembre de 1998 y que determinarían los tipos de cambio irrevocables del euro. Se estableció que estos tipos de cambio bilaterales serían idénticos a los tipos centrales declarados en el Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo. Así, en los meses restantes de 1998 las monedas de los países de la zona del euro fueron convergiendo hacia los tipos de cambio preanunciados el día 3 de mayo de 1998.

Cabe recordar que el ecu se apreció en el segundo y el tercer trimestre de 1998 frente al dólar norteamericano debido a que se creía que la crisis de los mercados emergentes –muchas economías asiáticas estaban en rece-

Gráfico 7.1

EVOLUCIÓN DEL ECU



Fuente: Thomson Financial Datastream.

sión— tendría un efecto desfavorable sobre las exportaciones de Estados Unidos y sobre los beneficios de las empresas norteamericanas en el exterior. Además, la crisis de la deuda rusa desencadenada en agosto de 1998 repercutió negativamente en los mercados financieros y motivó expectativas de una política monetaria menos restrictiva de la Reserva Federal estadounidense. Así, el ecu se cotizó a 1,21 dólares el día 8 de octubre, con un alza del 10% en relación con el final de 1997. No obstante, en el último trimestre, la crisis general empezó a ceder y la economía norteamericana mostró su fortaleza, de modo que el 31 de diciembre de 1998 el Banco Central Europeo fijó un tipo de cambio para el ecu de 1,1667521 dólares, que representaba un incremento anual del 6%.

Globalmente, en términos efectivos nominales, el ecu se revalorizó el 3,3% en 1998, y un 2,7% en términos reales. Esto representó una recuperación parcial de la caída registrada en 1997. De hecho, el ecu se situó un poco por debajo del nivel medio de la década de los noventa. No obstante, en conjunto, la evolución del ecu disipó los temores a posibles inestabilidades en la fase previa a la fijación definitiva de los tipos de conversión entre el euro y las monedas nacionales. Esto constituyó un éxito, sobre todo teniendo en cuenta las tensiones en los mercados financieros internacionales durante este periodo.

7.2. Las expectativas de fortaleza del euro antes de 1999

La UEM constituye un proyecto complejo y atrevido. No existen apenas precedentes de la creación de una moneda única a partir de una realidad política diversa que únicamente está cohesionada por los lazos de un proceso de integración supranacional. Por tanto, representa un experimento apasionante desde el punto de vista de la economía monetaria. Por ello, antes del lanzamiento de la moneda única se suscitó un amplio debate sobre si sería una divisa fuerte, capaz de hacer la competencia al dólar, o bien débil. Se pensaba que el euro se mostraría fuerte y bastante estable desde el primer momento. En general, se temían los efectos de su fortaleza sobre la economía de la zona del euro. Se daban tres razones principales para esta supuesta fortaleza.

En primer lugar, se esperaba que el BCE, como heredero directo del Bundesbank, el banco central alemán, llevaría a cabo una política de estricta ortodoxia que ayudase a crear lo más pronto posible una reputación antiinflacionista, de independencia y de estabilidad para la nueva moneda. Así, se creía que para ganar credibilidad y evitar el riesgo de que se pusiese en cuestión la moneda única en una primera y crítica fase inicial los tipos de interés de referencia que establecería la autoridad monetaria serían relativamente altos.

En segundo lugar, se esperaba que la economía norteamericana se desaceleraría, mientras que en Europa se preveía una recuperación económica. Con ello, el diferencial de tipos de interés a favor del dólar se iría estrechando.

También se pensaba que la nueva moneda se convertiría en un activo de reserva internacional, ya que su demanda superaría la correspondiente a la de las monedas que incluía. Esto se apoyaba en el peso del área del euro en el comercio internacional y en términos de producto interior bruto, cercano al de Estados Unidos. De esta manera, estaba extendida la creencia de que el euro provocaría una cierta recomposición en las carteras de activos de muchos bancos centrales. Asimismo, también se confiaba en que los activos en euros serían atractivos para los inversores privados.

Otra opinión extendida era que el abultado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, un 3% del producto interior bruto, debía corregirse. De este modo, el billete verde tendería a debilitarse.

Las estimaciones sobre la paridad de equilibrio del euro se situaban alrededor de 1,15 dólares, hallándose la parte alta de la banda en 1,40 dólares. El cambio fijado finalmente, de 1,17 dólares, reflejaba la situación del mercado y, en general, las expectativas eran de una revalorización de la moneda europea en los meses siguientes.

7.3. Valoración de las razones que explican el desplome de la moneda única

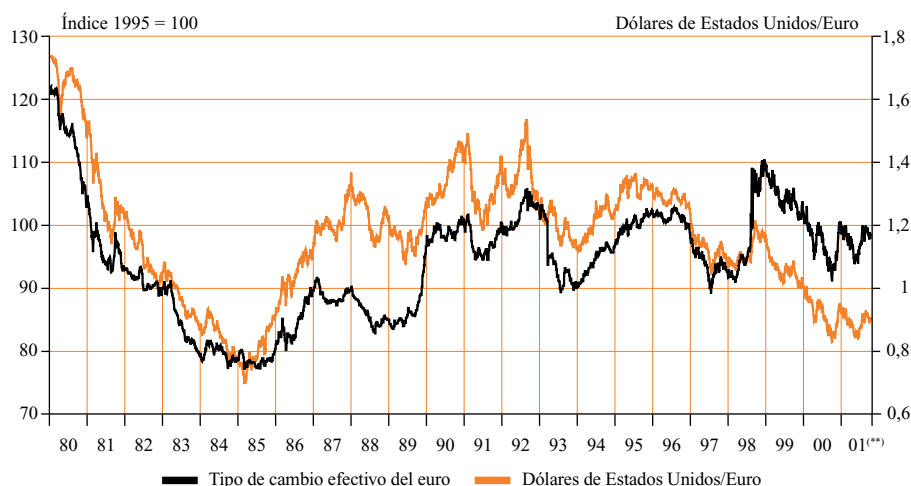
El primer día de mercado, el 4 de enero de 1999, el euro no defraudó, llegando a cotizarse a 1,19 dólares. Poco duró la euroeuforia. A partir de

entonces la moneda única emprendió una marcada trayectoria descendente. Esta caída creó primero desconcierto, después incredulidad y finalmente inquietud respecto al suelo que podía alcanzar. A principios del verano de 1999 parecía que se había llegado a un límite y que era posible comenzar a recuperar el terreno perdido. Fueron vanas esperanzas. Pasado el verano el retroceso se intensificó acercándose a la paridad 1:1 contra el dólar, una frontera que se consideraba muy difícil de traspasar. No sólo se superó la citada paridad al principio del año 2000, sino que, además, se intensificó la caída. Así, el día 22 de septiembre el BCE anunció su primera intervención en apoyo del euro, junto con los principales bancos centrales. Éste, no obstante, bajó hasta un mínimo de 0,823 dólares el 26 de octubre, con una depreciación del 29,5% con relación al nivel de su lanzamiento.

El BCE volvió a realizar intervenciones a principios de noviembre. A finales del mismo mes la moneda única inició una remontada, en un marco de caída de la actividad económica de los principales socios comerciales de

Gráfico 7.2

EVOLUCIÓN DEL EURO^(*)

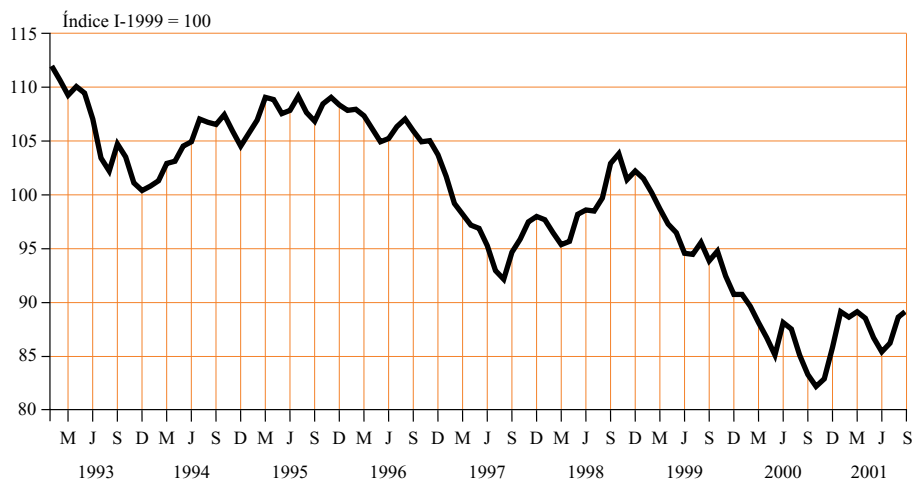


Notas: (*) Euro sintético hasta el 1-1-1999.

(**) Día 5 de noviembre.

Fuente: Thomson Financial Datastream.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DEL EURO



Fuente: Banco Central Europeo.

la zona del euro y con perspectivas de crecimiento sostenido en el área del euro, que duró hasta el comienzo del 2001, cuando la cota de 0,96 dólares no pudo ser traspasada y la divisa europea inició de nuevo una senda depreciadora. Así, alcanzó un mínimo anual de 0,834 dólares el día 6 de julio, pocas semanas después del *no* irlandés al Tratado de Niza. Desde entonces la cotización de la divisa comunitaria frente al billete verde rebotó, no sin sobresaltos, aprovechándose del enturbiamiento de las expectativas económicas en Estados Unidos.

En conjunto, la caída global del euro no ha sido tan acentuada como frente al dólar, aun siendo considerable. Así, medida por el tipo de cambio efectivo nominal, en que se ponderan los tipos de cambio bilaterales más relevantes por el volumen de comercio exterior, el euro se depreció el 22,6% desde el final de 1998 hasta el mínimo del 26 de octubre de 2000. En términos reales, es decir, teniendo en cuenta los diferenciales de inflación, la bajada del euro fue inferior, del 19,5% hasta el mínimo de octubre de 2000, y del 12,7% hasta septiembre de 2001. De todos modos, este índice señala en contraparti-

da una significativa ganancia de competitividad de la zona del euro, que ha servido para dar impulso a las exportaciones.

La fuerte caída del euro provocó preocupación en la opinión pública europea. Dada la novedad de la moneda, se suscitaron cuestiones relativas a la adecuación de su diseño. Ante el debate, cabe analizar, primero, por qué fallaron las previsiones de fortaleza del euro; segundo, por qué se aplazaba tanto la recuperación y, finalmente, por qué la moneda única debería acabar apreciándose.

Pero ante todo cabe preguntarse: ¿la caída del euro en los primeros tres años de su vida ha sido realmente extraordinaria y, por tanto, hay que deducir implicaciones específicas de la moneda única? ¿La volatilidad del euro en el periodo 1999-2001 ha sido superior a la de las principales monedas, el dólar, el marco alemán o el yen?

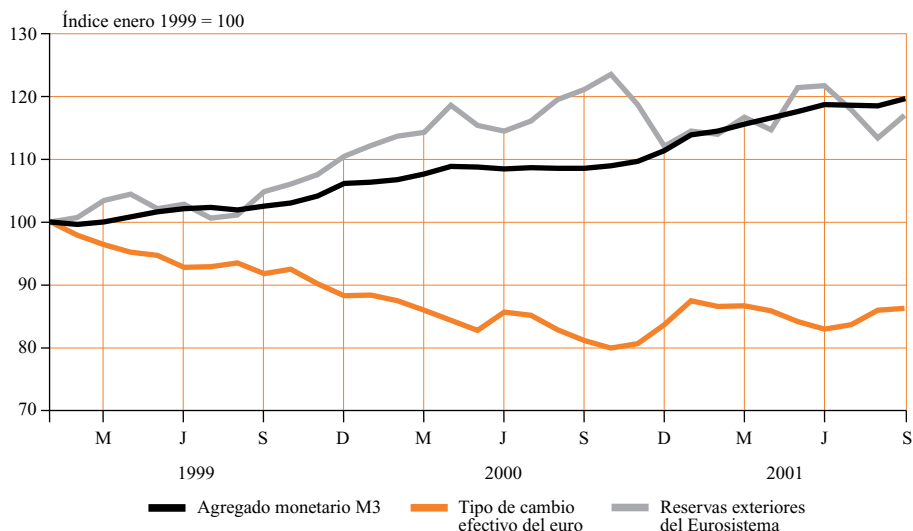
Como se sabe, bajo un régimen de flotación de tipos de cambio las monedas pueden experimentar fluctuaciones intensas y se pueden alejar durante prolongados periodos de tiempo de su paridad de equilibrio y su reputación no tiene por qué sufrir menoscabo. En efecto, el dólar, por ejemplo, desde febrero de 1985 hasta el final de 1986, un periodo de 22 meses comparable al de la máxima caída del euro, bajó nada menos que el 40,0% contra el ecu. En cuanto al yen, por ejemplo, y en un periodo más reciente, en poco más de dieciséis meses, desde agosto de 1998 hasta el final de 1999 se depreció el 30,9% contra el dólar. Asimismo, la volatilidad registrada por el euro frente al dólar en su corta vida es comparable a la anotada en la última década por el marco alemán, e inferior a la del yen.

En cuanto al nivel de caída del euro, el ecu llegó a bajar hasta 0,64 dólares en 1985, mientras que el *euro sintético* (la reconstrucción del euro a partir de las monedas que lo forman actualmente) hasta 0,69 dólares en el mismo año, bastante por debajo nominalmente del mínimo del euro de octubre del año 2000.

Pese a las consideraciones anteriores, cabe plantearse las preguntas formuladas más arriba. Las previsiones de los analistas respecto a la evolución del euro fallaron en primer lugar porque, como se ha comentado en el

Gráfico 7.4

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA



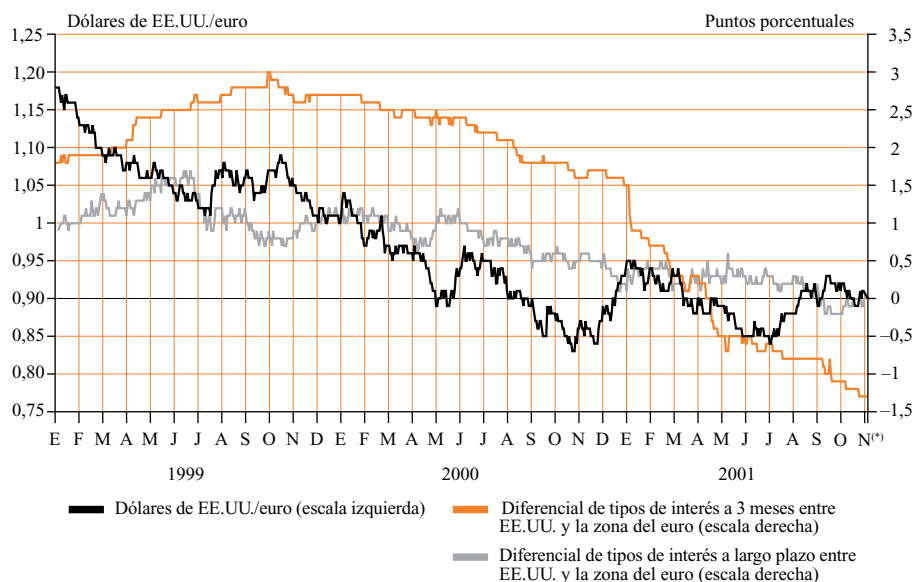
Fuentes: Banco Central Europeo y elaboración propia.

capítulo V, la política monetaria del BCE fue más bien laxa, y su credibilidad se deterioró en cierta medida. En el gráfico 7.4 se puede apreciar que el agregado monetario M3 creció de forma bastante regular. Asimismo, las reservas exteriores del Eurosistema experimentaron una baja sensible durante el periodo en que el BCE intervino para apoyar a la moneda única. El BCE compensó las salidas de capitales de la zona del euro con la inyección de liquidez al sistema financiero y sólo intervino en el mercado de cambios puntualmente.

Tampoco se cumplieron las previsiones cíclicas respecto a Estados Unidos y la zona del euro. La economía norteamericana gozó del periodo más largo de expansión desde la Segunda Guerra Mundial, mientras que el área del euro tardó más de lo previsto en reactivarse. En este contexto, el diferencial de tipos de interés a corto plazo entre el dólar y el euro se amplió en los tres primeros trimestres de 1999 y sólo en abril de 2001 pasó a favor del euro, y el diferencial de tipos de interés a largo plazo solamente lo hizo, y transitoriamente, en septiembre de 2001. Ya entrado el año 2001, los operadores de

Gráfico 7.5

COTIZACIÓN DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS

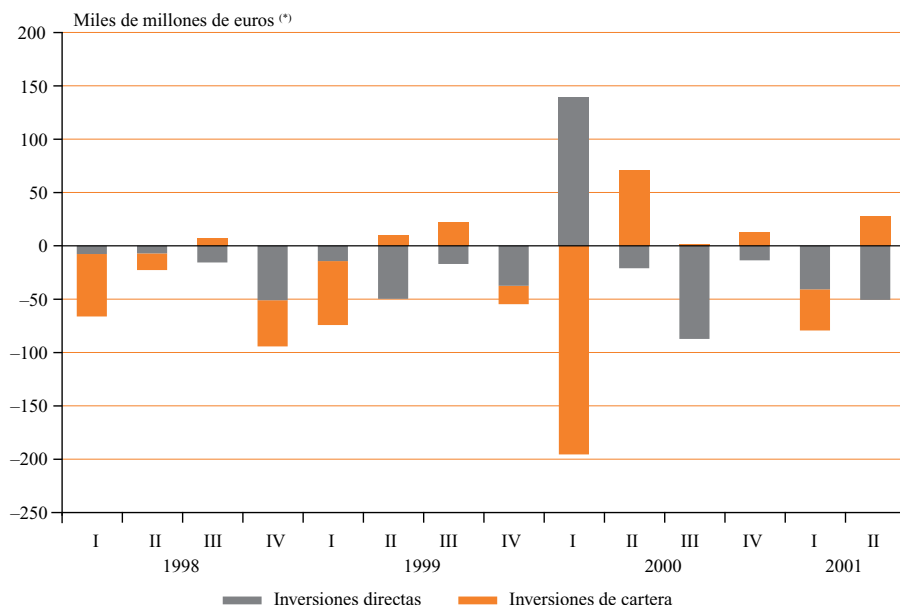


Nota: (*) Día 5 de noviembre.

Fuentes: Banco Central Europeo y elaboración propia.

los mercados apostaron por una recuperación rápida en Estados Unidos, y no perdían de vista el elevado nivel de paro en Europa, lo que presionó el diferencial de tipos de interés.

De este modo, los activos denominados en dólares contaron durante la mayor parte del periodo de transición con el atractivo de una rentabilidad mayor que la de los activos en euros. Además, en los dos primeros años de la tercera fase de la Unión Monetaria las acciones norteamericanas gozaron de gran predicamento gracias a unas altas tasas de aumento de la productividad de las compañías estadounidenses y a unas consiguientes elevadas tasas de rentabilidad esperadas. Adicionalmente, se registraron importantes flujos netos negativos de inversión directa en el área del euro que se dirigieron en buena parte hacia Estados Unidos. Esto estuvo motivado por una serie de fusiones y adquisiciones de empresas americanas por parte de empresas de la

INVERSIONES DIRECTAS Y DE CARTERA EN LA ZONA DEL EURO

Nota: (*) Miles de millones de ecu hasta el final de 1998; flujos netos.

Fuente: Banco Central Europeo.

zona del euro, a menudo ligadas a sociedades de sectores vinculados a las nuevas tecnologías de la comunicación y la información. El gran dinamismo de Estados Unidos, su gran flexibilidad económica y su capacidad de absorción y aplicación de las nuevas tecnologías explican su mayor atracción de capital. Europa, más atrasada en el proceso de la denominada nueva economía y con unas reformas estructurales más lentas, sufrió una situación de desventaja en este sentido.

Además, los cambios en la composición de las carteras de los inversores internacionales no fueron en la dirección esperada por los eurooptimistas. El proceso de desregulación financiera en Europa, junto con la creación del euro, más bien impulsaron una diversificación de las carteras en beneficio del dólar. El euro fue más usado para la financiación que para la inversión, con una importante emisión de bonos en euros por parte de no residentes en el área

del euro. Esto ocasionó una igualmente notable salida de capitales. Por el lado de la inversión, parece como si los mercados hubiesen asignado una prima de riesgo a los activos en euros, con la consiguiente penalización. Adicionalmente, las expectativas de algunos agentes de una pronta recomposición de las reservas de los bancos centrales a favor del euro se mostraron incorrectas, revelándose que los institutos monetarios mantienen en este aspecto posturas conservadoras que no han sido favorables tampoco al euro.

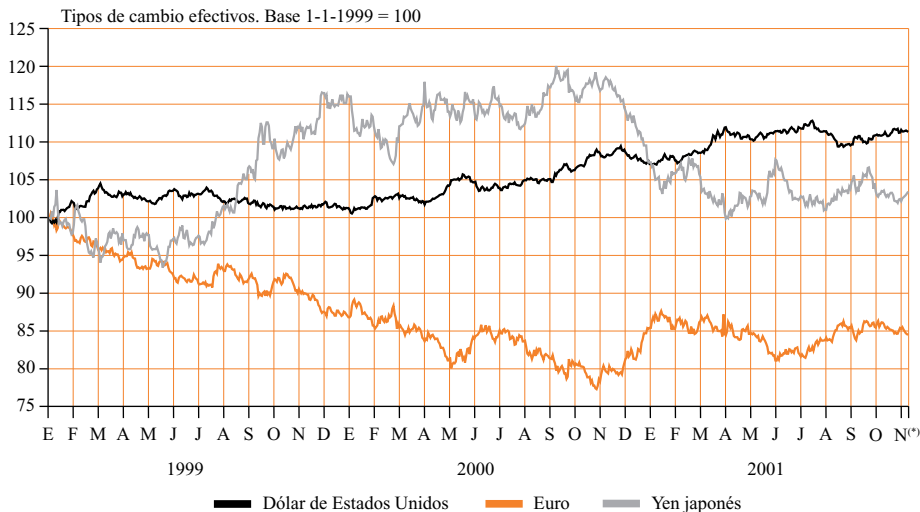
En total, los movimientos de capitales asociados a inversiones directas y de cartera significaron salidas netas de capitales durante la mayor parte del periodo analizado. Esto presionó, lógicamente, al euro a la baja.

Los problemas del euro también se han achacado, sobre todo por parte de la prensa, a una deficiente política de comunicación del BCE. Además, se ha resaltado que en numerosas ocasiones las instancias comunitarias no han hablado con una sola voz respecto al euro. Ya en los primeros meses de vida de la moneda única se produjeron disensiones entre el BCE y diversos políticos europeos que debilitaron la confianza en el euro al cuestionarse el cumplimiento riguroso del Plan de Estabilidad y Crecimiento, etc.

Otra crítica se centra en los elementos institucionales, señalando que el proyecto del euro estaría destinado al fracaso al no contar con el apoyo de un poder político fuerte, a diferencia del dólar o del yen. Este planteamiento, no obstante, es difícil de justificar empíricamente. Por otra parte, también se razonó que las expectativas del euro eran malas a causa de la prevista ampliación a los países del Este de Europa, mucho menos desarrollados económicamente, y también que no se ha avanzado suficientemente para resolver los problemas institucionales que se plantean. En este sentido la cumbre de Niza de diciembre de 2000 supuso una decepción.

Desde otro punto de vista, también hubo consideraciones de que en realidad no se trataba de la debilidad del euro, sino más bien de la fortaleza del dólar. Observando el gráfico 7.7 de la evolución de los tipos efectivos nominales del dólar, del euro y del yen se puede deducir que la debilidad del euro sólo parcialmente es un reflejo de la fortaleza del dólar. En esta línea, también se adujo en diversos momentos de turbulencias en los mercados financieros internacionales que el dólar subía porque en periodos de incerti-

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES MONEDAS



Fuentes: Thomson Financial Datastream, Banco Central Europeo y elaboración propia.

dumbre en la escena mundial capitalizaba el efecto refugio, mientras que el mercado no confiaba en el BCE. Esto es de difícil contrastación, aunque probablemente en algún momento concreto fuese cierto.

Asimismo, se destacó que una causa de la fortaleza del dólar radicaba en el encarecimiento del crudo, puesto que las importaciones de petróleo se facturan en dólares, con una mayor demanda de la moneda americana. Esto apoyó circunstancialmente al dólar.

Igualmente, otro argumento utilizado en 2001 es que al acercarse la fecha de la puesta en circulación de los billetes físicos en euros y la consiguiente pérdida de validez legal de los billetes de las monedas participantes, una gran cantidad de billetes en marcos alemanes no declarados a las autoridades en Rusia, países del Este y otras regiones se estaban convirtiendo a dólares, lo que explicaría la bajada del euro. Sin embargo, la importancia de este factor deber ser muy limitada dado su volumen relativo.

Finalmente, algunos análisis han subrayado que aplazar la puesta en circulación de los billetes y monedas en euros hasta el año 2002 fue un error, puesto que deteriora la confianza en la moneda única, al no haber desaparecido las viejas monedas componentes, al menos psicológicamente, en la mente de los operadores. Se trata de otro argumento de difícil constatación.

Las perspectivas a medio plazo para el euro siguen siendo de recuperación, por lo que debería de nuevo superar la paridad con el dólar, si se aplica una política económica adecuada. Esta predicción se basa en que los indicadores de la paridad de equilibrio, incluso el popular Big Mac, señalan que la moneda única está infravalorada, y en cambio el nivel que ha alcanzado el déficit corriente de Estados Unidos no es sostenible. Además, una mayor integración de los mercados financieros europeos reforzará al euro.

Resumen

Antes de la adopción del euro a principios de 1999 la mayoría de previsiones manejaban un euro fuerte desde el primer momento. La realidad defraudó estas expectativas al fallar los supuestos en que se basaban. Así, el BCE no realizó una política monetaria tan estricta como se esperaba, sino más bien laxa. La economía de Estados Unidos hasta el último trimestre de 2000 se mostró más fuerte que la europea, en contra de lo que se anticipaba, y con ello los movimientos de capitales se orientaron desde Europa hacia Estados Unidos, lo que presionó el euro a la baja. Además, otros muchos factores han contribuido en este periodo a debilitar el euro. No obstante, la caída del euro, con ser importante, está dentro del patrón normal del régimen de tipos de cambio flexibles, y no se puede afirmar que cuestiona el proyecto de la Unión Monetaria.

Segunda parte

**EL EURO
Y LA ECONOMÍA EUROPEA**

VIII. Los doce del euro

La intención de los líderes políticos que crearon las Comunidades Europeas en los años cincuenta era instaurar una gran área donde circularan libremente las mercancías, los trabajadores, los capitales y los servicios. Se trataba, en definitiva, de romper las fronteras nacionales de la miríada de estados en los que Europa estaba dividida, organizando así un Mercado Común donde no hubiera trabas a los movimientos de mercancías y de factores productivos. Había el convencimiento de que ésta era la mejor forma de liberar el gran potencial económico que Europa conservaba y así asegurar el progreso económico y social, y también la paz, en Europa. En el transcurso de los años, la meta del Mercado Común se alcanzó de acuerdo con lo establecido en el Tratado de Roma, pero en la realidad las trabas a la libre circulación eran importantes. Jacques Delors, el presidente de la Comisión entre 1985 y 1995, lanzó el proyecto de un gran Mercado Interior para 1993, que definitivamente satisfaría las aspiraciones iniciales. Alcanzada dicha meta, se planteó entonces la moneda única. La consigna era *un mercado, una moneda*. El euro es, pues, la culminación del proyecto europeísta en el ámbito económico.

¿En qué medida la moneda única ha contribuido a perfeccionar el gran Mercado Interior? Esta es la pregunta que nos planteamos en esta parte, por más que la corta vida del euro no permita más que apuntar algunas líneas básicas del alcance de este trascendental paso en la construcción europea. En este primer capítulo se compara el tamaño de la actual zona del euro con el de las otras dos grandes economías mundiales, Estados Unidos y Japón, a la vez que

se contraponen tres rasgos característicos de la economía europea a dichas potencias.

8.1. La zona del euro en el mundo

La integración monetaria de doce economías europeas de tamaño pequeño y mediano, que representan individualmente entre el 1% y el 4% del producto interior bruto (PIB) mundial, ha conducido a la creación de una zona económica de notables dimensiones. Es, a todos los efectos, una gran economía, que supera en *población* a Estados Unidos (la zona del euro tiene un 11% más de habitantes) y a Japón (la población de la zona del euro es dos veces y media superior) y que concentra un 16% de la *producción mundial*, lo que la sitúa por debajo de Estados Unidos, que representa un 22% del producto mundial, pero muy por encima de Japón, que no alcanza el 8%. Sin embargo, la combinación de mayor población y menor producción conduce a un *nivel de renta* relativa netamente inferior al de Estados Unidos o Japón. En términos de paridad de poder adquisitivo, el PIB per cápita de Estados Unidos en 2000 era un 48% mayor que el de la eurozona, mientras que el de Japón era un 11% mayor.

La *estructura productiva* es, en términos generales, similar en las tres zonas. Como es característico en las economías desarrolladas, las tres están fuertemente terciarizadas, si bien destaca el mayor avance de Estados Unidos en este ámbito. El peso del sector industrial es superior en Japón, mientras que la zona del euro y Estados Unidos se sitúan en un orden de magnitud similar. En cambio, el porcentaje de la producción que genera el sector primario es superior en la UEM.

Por lo que se refiere al *comercio exterior*, la zona del euro, a pesar de ser la resultante de la suma de muchas pequeñas y medianas economías abiertas, presenta un grado de apertura comercial conjunta significativamente menor, una consecuencia del alto número de intercambios que los socios de la zona mantienen entre sí. Con todo, el área del euro disfruta de un grado de apertura comercial notablemente superior al de Estados Unidos y Japón. Medido por el promedio de la suma de exportaciones e importaciones sobre

Cuadro 8.1

INDICADORES ECONÓMICOS FUNDAMENTALES DE LA ZONA DEL EURO, ESTADOS UNIDOS Y JAPÓN

	Periodo de referencia	Unidad	Zona del euro ⁽¹⁾	Estados Unidos	Japón
Población ⁽²⁾	2000	Millones	302	292	127
Extensión	2000	Miles km ²	2.496	9.373	378
PIB (% del PIB mundial) ⁽³⁾	2000	%	16,0	22,0	7,3
PIB	2000	Miles de millones de euros	6.544	10.738	5.153
PIB per cápita	2000	Euros	21.688	36.776	40.574
PIB per cápita	2000	PPA	100	147,7	111,2
<i>Sectores de producción⁽⁴⁾</i>					
Agricultura, pesca, silvicultura	1999	% del PIB	2,8	1,6	1,8
Industria (incluida construcción)	1999	% del PIB	28,5	27,3	36,4
Servicios	1999	% del PIB	68,7	71,1	61,9
Tasa de paro (% de la población activa)	2000	%	8,9	4,0	4,7
Tasa de ocupación ⁽⁵⁾⁽⁶⁾	1999	%	60,5	73,9	68,9
Exportaciones de bienes ⁽⁷⁾	1999	% del PIB	12,9	7,4	9,3
Exportaciones de bienes y servicios ⁽⁷⁾	1999	% del PIB	16,9	10,3	10,7
Importaciones de bienes ⁽⁷⁾	1999	% del PIB	11,8	11,1	6,4
Importaciones de bienes y servicios ⁽⁷⁾	1999	% del PIB	15,9	13,2	9,1
Exportaciones (% de las exportaciones mundiales) ⁽⁸⁾	1999	%	18,9	15,2	9,1
Balanza por cuenta corriente ⁽⁷⁾	1999	% del PIB	-0,2	-3,6	2,5
<i>Administraciones públicas</i>					
Superávit (+) o déficit (-) ⁽⁹⁾	2000	% del PIB	-0,8	1,7	-7,6
Deuda pública ⁽¹⁰⁾	2000	% del PIB	70,2	63,2	125,6
Recursos	2000	% del PIB	47,3	33,8	32,9
Empleos	2000	% del PIB	47,1	32,0	40,5

Notas: (1) Incluye Grecia. (2) A primero de enero de 2000. (3) Los porcentajes del PIB se basan en la paridad de poder adquisitivo de los PIB de los distintos países. (4) Basado en el valor añadido real. Los datos correspondientes a Estados Unidos y Japón se refieren a 1997. (5) Los datos correspondientes a Grecia se refieren a 1998. (6) Número de ocupados en porcentaje de la población en edad laboral con edades comprendidas entre 15 y 64 años. (7) Los datos de la balanza de pagos sólo incluyen, para la zona del euro, el comercio fuera de dicha zona. (8) Las exportaciones mundiales excluyen el comercio dentro de la zona del euro. (9) No incluyen los ingresos atípicos por licencias de tercera generación. (10) Los datos de Estados Unidos y Japón se refieren a 1999.

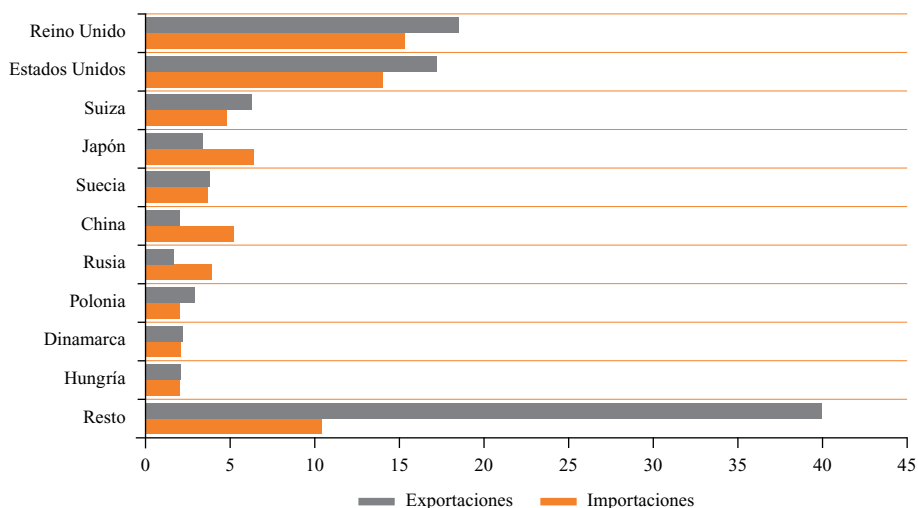
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo, OCDE, FMI y elaboración propia.

el PIB, la eurozona intercambia el equivalente a un 16% de su producto, frente al 12% de Estados Unidos y al 10% de Japón. El comercio exterior de la zona del euro se concentra principalmente en los tres países de la UE que no forman parte de la UEM (Reino Unido, Suecia y Dinamarca). Fuera del ámbito comunitario, los principales socios individuales son Estados Unidos y, a larga distancia, Suiza y Japón (véase el gráfico 8.1). Estos tres países son representativos, cuando se contemplan las grandes áreas económicas mundiales, de la importancia comercial que tienen para la UEM las zonas más cercanas geográficamente –como los países de Europa Central y Oriental, futuros miembros de la UE, y los países mediterráneos– y América y Asia. El resto del globo es, prácticamente, marginal para la zona del euro en términos de transacciones exteriores.

Gráfico 8.1

PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES DE LA ZONA DEL EURO EN 2000

Porcentaje sobre el total



Fuentes: Eurostat y elaboración propia.

8.2. Tres ámbitos singulares de la zona del euro (I): el mercado de trabajo

A pesar de las importantes reformas acometidas en los últimos años, tres son posiblemente los rasgos estructurales que más caracterizan a la zona del euro: el funcionamiento del mercado de trabajo de la eurozona es comparativamente menos eficiente que el de sus socios mundiales; el peso del sector público europeo se mantiene muy por encima de sus equivalentes norteamericano y nipón; y, finalmente, los mercados de bienes y servicios son comparativamente menos eficientes y más protegidos de la competencia que los de Estados Unidos.

Así, el *mercado de trabajo* de la zona del euro arroja en 2000 el mantenimiento de una diferencia notable, y poco satisfactoria, en las tasas de paro (8,9% en la UEM, frente a aproximadamente la mitad en Estados Unidos y Japón) y de ocupación (60%, 74% y 69%, en la eurozona, Estados Unidos y Japón, respectivamente).

Este peor comportamiento relativo se debe, según se desprende de la mayoría de los abundantes estudios de la cuestión, a aspectos institucionales propios de los mercados de trabajo europeos (véanse los cuadros 8.2 y 8.3, para una selección de indicadores), entre los cuales se pueden destacar los siguientes:

1. La proporción de costes no salariales sobre el total de costes laborales es superior en Europa. Esta situación se agrava en determinados colectivos, como los trabajos de baja cualificación.

2. En Europa, la brecha entre el coste salarial para la empresa –que incluye los impuestos a su cargo– y el salario neto del trabajador, esto es, deducidos sus impuestos sobre el trabajo, es mayor que en los países con niveles de paro más reducidos. Aunque la evidencia indica que el nivel de paro a largo plazo no está estrechamente vinculado con dicha brecha (conocida como *cuña fiscal*), cambios en su magnitud se trasladan a variaciones en el corto plazo del nivel de paro.

Cuadro 8.2

INDICADORES DE ASPECTOS INSTITUCIONALES Y REGLAMENTARIOS DEL MERCADO DE TRABAJO (I)

	Tasa de paro Media 1997-99	Legislación relativa a la protección del empleo (1998) ⁽¹⁾					
		Índice global ⁽²⁾		Contratos indefinidos		Contratos temporales	
		Índice	Clasificación	Índice	Clasificación	Índice	Clasificación
España	18,4	3,2	4	2,8	4	3,7	2
Italia	12,2	3,3	3	3,0	3	3,6	3
Francia	11,9	3,1	5	2,5	6	3,7	2
Finlandia	11,6	2,1	8	2,3	7	1,9	9
Grecia	9,5	3,5	2	2,6	5	4,5	1
Alemania	9,4	2,8	6	3,0	3	2,5	6
Bélgica	8,8	2,1	8	1,6	9	2,6	5
Suecia	8,5	2,4	7	3,0	3	1,8	10
Irlanda	8,0	1,0	10	1,7	8	0,3	13
Reino Unido	6,2	0,5	11	0,7	10	0,3	13
Portugal	5,5	3,7	1	4,3	1	3,2	4
Dinamarca	5,2	1,5	9	1,7	8	1,2	12
Austria	4,4	2,4	7	2,8	4	2,0	8
Países Bajos	4,4	2,4	7	3,2	2	1,5	11
Zona del euro ⁽³⁾	11,7	2,9	—	2,8	—	3,0	—
Estados Unidos	4,6	0,2	12	0,1	11	0,3	14
Japón	4,1	2,6	6	3,0	3	2,3	7

Notas: (1) Los índices se calculan como la suma ponderada de diferentes características cualitativas (procedimiento, coste del despido, tipología de trabajo que puede ser objeto de un trabajo temporal, etc.). Cuanto mayor es el índice, menor es el nivel de protección del empleo.

(2) Media de los índices de contratos indefinidos y temporales.

(3) Sin Grecia.

Fuente: OCDE.

3. La cuantía y la duración del subsidio de desempleo, valoradas como excesivamente generosas en la mayoría de países europeos, son consideradas un incentivo negativo para que el desempleado acepte un nuevo puesto de trabajo.

4. Los mecanismos de protección del empleo, más estrictos en Europa, comportan mayores costes de despido, una situación que incentiva la reducción de la contratación del número de trabajadores e impulsa la contratación temporal.

Cuadro 8.3

INDICADORES DE ASPECTOS INSTITUCIONALES Y REGLAMENTARIOS DEL MERCADO DE TRABAJO (II)

	Grado de centralización (1998) ⁽¹⁾	Políticas activas del mercado de trabajo (1997) ⁽²⁾		Salario mínimo (1997) ⁽³⁾	
	Centralización	Índice	Clasificación	Índice	Clasificación
España	2	0,56	5	32,4	6
Italia	3	1,08	7	—	—
Francia	2	1,37	10	57,4	1
Finlandia	2	1,57	11	—	—
Grecia	—	0,35	3	51,4	2
Alemania	3	1,25	8	—	—
Bélgica	2	1,29	9	50,4	3
Suecia	2	2,09	14	—	—
Irlanda	3	1,66	13	—	—
Reino Unido	1	—	—	—	—
Portugal	2	0,87	6	32,4	6
Dinamarca	2	1,80	13	—	—
Austria	3	0,45	4	—	—
Países Bajos	3	1,65	12	49,4	4
Zona del euro ⁽⁴⁾	2-3	1,20	—	—	—
Estados Unidos	1	0,18	2	38,1	5
Japón	1	0,10	1	30,8	7

Notas: (1) Medida sintética del grado de centralización de la negociación colectiva, donde 3 indica un elevado grado de centralización y 1 un bajo grado de centralización.

(2) Suma del gasto dedicado a las políticas activas de empleo en porcentaje del PIB. Los datos de Italia e Irlanda son de 1996.

(3) Índice calculado como ratio del salario mínimo sobre la remuneración media a tiempo completo.

(4) Sin Grecia.

Fuente: OCDE.

5. Los mecanismos de negociación colectiva que mejores resultados ofrecen son los altamente centralizados o los totalmente descentralizados. Los modelos parcialmente descentralizados, por ejemplo los basados en negociaciones colectivas sectoriales, tienden a amplificar los efectos negativos de los mecanismos de protección del empleo y a incrementar la *cuña fiscal*. En la mayoría de países europeos dominan los modelos parcialmente descentralizados, a diferencia de Estados Unidos y Japón, que presentan un elevado grado de descentralización.

Sin embargo, más allá de estos aspectos institucionales, cabe recordar que la evidencia empírica disponible también destaca la importancia de la falta de competencia en los mercados de bienes y servicios, ya que limita la iniciativa empresarial, negativamente afectada por las barreras de entrada a determinados sectores, e incentiva un menor nivel de innovación, dos elementos que contribuyen al excesivo nivel de desempleo europeo. De hecho, se constata empíricamente la existencia de una intensa relación entre el grado de rigidez de los mercados de bienes y servicios, una cuestión que posteriormente se tratará, y el del mercado de trabajo.

8.3. Tres ámbitos singulares de la zona del euro (II): el sector público

Por su parte, el tamaño del *sector público* de la zona del euro, medido como porcentaje del gasto público sobre el PIB, es del 47% en 2000, frente al 32% de Estados Unidos y al 40% de Japón. Además de las diferencias en dimensión, la estructura de ingresos es notablemente distinta en las tres zonas.

Una primera aproximación a los recursos públicos se puede realizar considerando la carga fiscal, definiéndose ésta como la ratio de los ingresos tributarios sobre el PIB. La zona del euro soportaba una carga fiscal del 43% del PIB en 1999, alrededor de 15 puntos mayor que la de Estados Unidos y Japón. Dicha carga fiscal tiene, asimismo, una composición distinta, ya que, aunque aproximadamente la mitad de los ingresos se obtienen en las tres áreas gracias a los impuestos que afectan al factor trabajo, los ingresos derivados del capital alcanzan el 25% del total en Estados Unidos, frente al 15% de la eurozona y de Japón. El tercio restante de los ingresos fiscales en la zona del euro y Japón se obtiene de la imposición sobre el consumo, frente al 25% de Estados Unidos.

Sin embargo, más allá de estas diferencias en la composición, que emanan del análisis de las cargas fiscales, se obtiene una visión más precisa si se estudia el esfuerzo fiscal que recae en los factores capital y trabajo y sobre el consumo. Para ello, se relacionan los ingresos de distintas categorías de tributos con las bases que teóricamente se corresponden con el capital (beneficio empresarial bruto), trabajo (salario bruto) y consumo (gasto en consumo)

obteniéndose lo que se conoce como tasa fiscal efectiva (véase el cuadro 8.4). De este cálculo se deriva que en la zona del euro el esfuerzo fiscal sobre el trabajo es notablemente superior que en Estados Unidos y Japón, un resultado que se puede vincular a la discusión anterior sobre los mayores niveles de paro europeos. También lo es, aunque en menor grado, el esfuerzo fiscal del consumo. En cambio, la tasa fiscal efectiva sobre el capital es menos dispar en las tres áreas, una consecuencia lógica de la movilidad del factor que se grava.

Cuando se revisa la evolución a largo plazo, se pone en evidencia que el importante aumento del esfuerzo fiscal en la zona del euro, de más de diez puntos del PIB en el periodo 1970-1999 ha recaído fundamentalmente sobre el factor trabajo (acumula siete puntos del PIB de aumento) frente al capital (incremento de dos puntos) y al consumo (un punto).

Cuadro 8.4

TASAS FISCALES EFECTIVAS EN 1999

En porcentaje

	Costes laborales no salariales	Tasa fiscal sobre la renta personal	Tasa fiscal sobre el trabajo	Tasa fiscal sobre el capital	Tasa fiscal sobre el consumo
Bélgica	26,5	24,9	44,8	23,7	20,5
Alemania	31,8	17,8	44,0	15,9	17,9
España	21,9	10,2	29,9	18,5	17,7
Francia	32,1	15,2	42,4	22,6	24,5
Irlanda	12,2	13,7	24,2	20,8	24,8
Italia	23,1	16,5	35,8	26,2	22,9
Luxemburgo	20,9	12,8	31,0	34,0	25,7
Países Bajos	28,3	12,0	36,9	25,1	19,5
Austria	26,2	19,5	40,6	18,8	23,4
Portugal	19,9	9,8	27,8	24,6	22,7
Finlandia	23,6	25,9	43,3	24,1	24,5
Euro-11	28,1	16,2	39,8	20,9	20,9
Dinamarca	5,6	1,2	44,5	28,0	30,5
Grecia	22,9	8,3	29,3	19,5	20,0
Suecia	25,4	34,7	51,3	27,9	28,0
Reino Unido	11,9	15,1	25,2	35,1	18,2
Unión Europea	24,8	17,0	37,6	23,6	20,8
Estados Unidos	11,6	13,9	23,9	22,7	9,3
Japón	16,5	4,6	20,3	18,7	13,6

Fuentes: OCDE y Comisión Europea.

Finalmente, las finanzas públicas presentan un grado de saneamiento distinto en las tres áreas. Estados Unidos alcanzó un superávit presupuestario de un volumen muy significativo, un 1% del PIB en 1999, un hito hacia el cual los países de la zona del euro también han ido tendiendo desde los primeros años noventa, cuando se partió de valores de déficit público superiores al 4% del PIB. Aunque actualmente el déficit público promedio todavía está lejos del equilibrio, concretamente alcanzaba un 1,2% del PIB en 1999, cabe recordar que las previsiones contenidas en los planes de estabilidad de los países de la zona del euro apuntan a situarse en equilibrio presupuestario en 2003. Japón, en cambio, ha tenido que renunciar a una consolidación fiscal comparable a la europea o a la norteamericana y, en aras de apoyar a su economía, alcanzó un déficit público del 7% del PIB en 1999. En consecuencia con estos distintos caminos de consolidación presupuestaria, la eurozona y Estados Unidos alcanzan un nivel de deuda pública similar, medida en porcentaje del PIB, mientras que Japón se sitúa, aproximadamente, en el doble del promedio de la zona del euro.

8.4. Tres ámbitos singulares de la zona del euro (III): mercados de bienes y servicios

En términos comparados, los *mercados de bienes y servicios* europeos se han visto tradicionalmente sometidos a un conjunto de regulaciones e intervenciones públicas y a una serie de prácticas empresariales que han reducido su eficiencia respecto a otras zonas económicas integradas, y en especial, respecto al referente en esta materia, Estados Unidos.

El menor grado de competencia que se deriva de esta situación comporta que los mercados europeos son compatibles con la existencia de costes y márgenes de beneficios mayores, exigen un nivel de innovación tecnológica y organizativa menor a fin de garantizar la competitividad y, en definitiva, arrojan comparativamente mejoras de la productividad inferiores. Por el contrario, el incremento en la competencia comportará, en última instancia, mejoras de eficiencia que se deberían traducir en aumentos de la productividad y, por lo tanto, del crecimiento potencial.

Si bien es verdad que en la última década se ha avanzado notablemente en las reformas estructurales destinadas a mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, lo cierto es que la situación europea todavía se ve penalizada por ciertos rasgos específicos notablemente vinculados entre sí: la integración de los mercados no es total; a pesar de su reducción, persisten ciertas distorsiones debido a los sistemas de ayudas públicas; la liberalización de los sectores clave está todavía en proceso y, finalmente, la regulación pública todavía puede considerarse excesiva.

En relación con el primero de estos ámbitos, cabe reconocer que la integración de los mercados comunitarios recibió un notable impulso con la realización del Mercado Interior en 1993. A pesar de ello, ciertos indicadores parciales apuntan a la necesidad de mejorar en este campo. Una medida directa que registra la positiva evolución reciente, pero también la exigencia de profundizar en la integración, es la evolución de los flujos comerciales de mercancías, que presentan una tendencia suave pero persistente a aumentar (véase el gráfico 8.2).

Sin embargo, quizás el mejor indicador de ganancias de eficiencia sería que los mercados registrasen una disminución del grado de divergencia de los niveles de precios, aunque recordando que ciertos factores nacionales o locales (imposición, nivel de renta, etc.) motivarán siempre una parte de las diferencias que los precios registrarán en los diferentes países de la UE. Los datos disponibles indican que, aunque ciertamente se ha dado una menor dispersión de los niveles de precios, ciertas categorías de bienes y servicios todavía muestran los resultados de un nivel de competencia insuficiente, como se expresa en el cuadro 8.5.

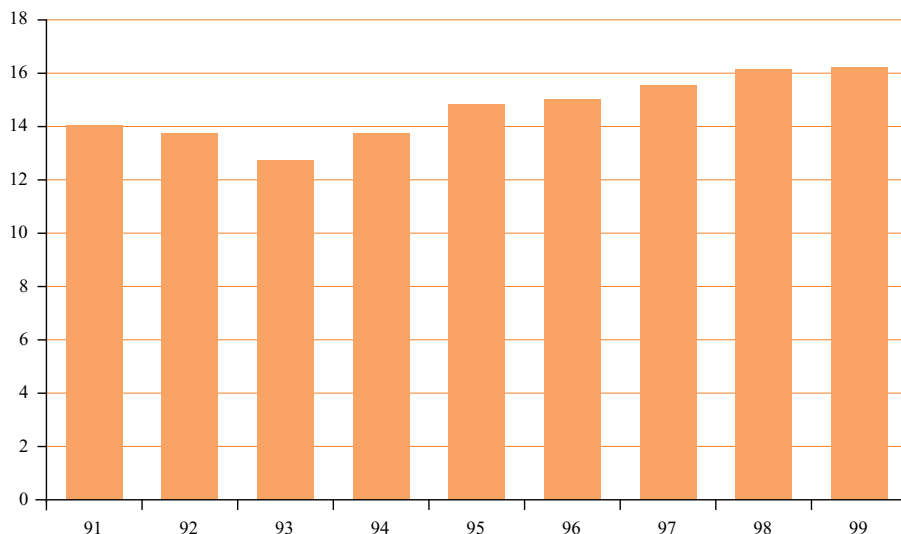
Vinculado al pleno funcionamiento del mercado interior, la UE, mediante la aplicación de una activa política de competencia y de control de las ayudas de estado, ha tratado de eliminar las distorsiones que dichos sistemas de soporte a determinadas empresas o sectores provocaban. Consecuentemente, el montante global de las ayudas de estado, medido como porcentaje sobre el PIB, disminuyó a la mitad durante el periodo 1986-1999, hasta situarse en el 1,3%, una cifra, no obstante, todavía elevada. Sin embargo, cuando se analizan las distintas modalidades de ayudas del estado, se consta-

ta que las destinadas a sectores específicos, con un potencial distorsionador mayor que las dirigidas a financiar actividades horizontales como la investigación, mantienen su importancia en el total de ayudas públicas.

Gráfico 8.2

FLUJOS COMERCIALES DE BIENES. 1991-1999

Suma de las exportaciones y las importaciones intracomunitarias como porcentaje del doble del PIB



Fuentes: Eurostat y elaboración propia.

Cuadro 8.5

DISPERSIÓN DE PRECIOS DE BIENES Y SERVICIOS EN LA UNIÓN EUROPEA (1995-1999)

Coefficiente de variación⁽¹⁾; IVA incluido

	1995	1996	1997	1998	1999	Variación 1995-1999
Consumo privado final	0,18	0,16	0,15	0,14	0,14	-0,04
Bienes no duraderos	0,15	0,14	0,13	0,12	0,11	-0,04
Bienes duraderos	0,16	0,13	0,12	0,12	0,11	-0,05
Combustibles y electricidad	0,18	0,17	0,16	0,18	0,20	0,02
Servicios	0,17	0,16	0,16	0,13	0,13	-0,04

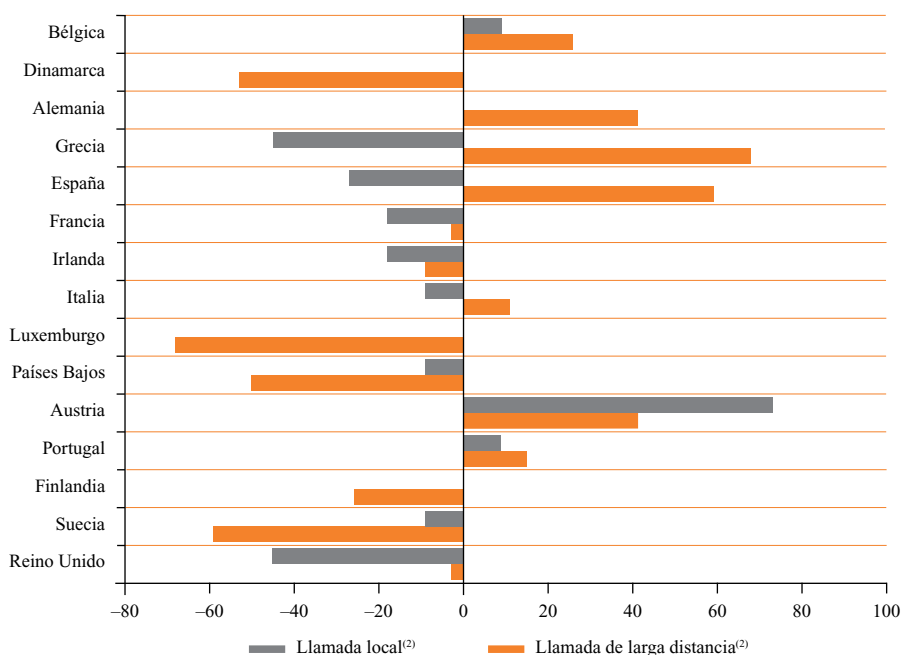
Nota: (1) Medida de dispersión estadística definida como la desviación estándar dividida por la media aritmética.

Fuente: Comisión Europea.

Por lo que se refiere al tercero de los ámbitos anteriormente presentados, el de la liberalización de sectores que se consideran clave por su efecto en la eficiencia conjunta de la economía, el esfuerzo comunitario se ha centrado en los últimos años en los *sectores de red* (energía, transporte aéreo y ferroviario, servicios de correo y telecomunicaciones). Los progresos realizados, más apreciables en el sector de telecomunicaciones y menores en los restantes, han tenido, por el momento, un impacto sobre los precios al consumo que el propio BCE valora como moderado. Una muestra del campo a recorrer en esta materia es el mantenimiento de un grado de dispersión notable en los precios de dichos servicios (véase, por ejemplo, el caso de las telecomunicaciones en el gráfico 8.3).

Gráfico 8.3

DISPERSIÓN DE LOS PRECIOS DE SERVICIOS TELEFÓNICOS EN 2000⁽¹⁾



Notas: (1) Diferencia respecto a la media de la UE (UE = 100). Datos de enero de 2000.

(2) Las llamadas locales y de larga distancia son llamadas de 3 minutos a las 11 horas de un día laborable.

Fuentes: Comisión Europea y elaboración propia.

Finalmente, en relación con el ámbito de la regulación pública, cabe reconocer que la situación europea todavía disfruta de un margen para mejorar en este campo, especialmente si se compara con la de Estados Unidos. Según los estudios comparados de la OCDE, los más amplios sobre la cuestión de la regulación pública, los países de la Unión, con la notable excepción del Reino Unido, presentan una mayor proporción de empresas públicas, de barreras a la actividad empresarial, al comercio y a la inversión, y de normativa y reglamentación económica y administrativa que los Estados Unidos. A modo de visión de conjunto, cabe recordar que el indicador sintético de regulación del mercado de bienes y servicios de la OCDE estima un *exceso de regulación* de entre el 50% y el 100% en la mayoría de estados de la UE respecto al nivel de Estados Unidos.

Resumen

La zona del euro se configura como un área económica que rivaliza con Estados Unidos y que supera a Japón, si bien su potencial no puede ser totalmente desarrollado por no disfrutar de la homogeneidad que confiere el ser un estado nacional. En términos cualitativos, la comparación con Estados Unidos arroja tres rasgos estructurales característicos: un mercado de trabajo más protegido y por tanto menos eficiente; unos mercados productivos más regulados y por tanto menos competitivos; y un sector público más pesado, que requiere más recursos para satisfacer una determinada concepción de la cohesión social.

IX. La coyuntura de la eurozona durante el periodo transitorio

En los años previos al lanzamiento de la Unión Económica y Monetaria se desarrolló un debate sobre qué debía ser primero. ¿Había que crear una moneda común y luego la propia situación monetaria provocaría la convergencia de las economías? ¿O bien era preciso converger previamente de manera que el advenimiento de la moneda única fuera la culminación lógica del proceso? El diseño final de la UEM es un híbrido de estas dos posturas, puesto que se exige un cierto grado de convergencia nominal (los *criterios de convergencia* de Maastricht), pero se espera que la moneda única complete la labor de convergencia. Este capítulo se dedica a analizar la coyuntura de la economía de la zona del euro durante el periodo transitorio, poniendo énfasis en el grado de convergencia que puede detectarse en la misma en materia de inflación y crecimiento.

9.1. Las sombrías perspectivas del otoño de 1998 abren paso a la recuperación de 1999

Pocos meses antes del inicio del periodo transitorio, en el otoño de 1998, las perspectivas económicas de la zona del euro se estaban deteriorando con celeridad. El año 1998 se habría de cerrar con un crecimiento promedio del 2,9% anual, pero más allá de la propia cifra, despertaba inquietud la intensidad de la desaceleración. La inquietud desatada por los efectos de la

crisis en los países emergentes asiáticos en 1997 y por la de Rusia en agosto de 1998 incidió en el crecimiento, que pasó de un 3,8% en el primer trimestre de 1998 al 2,1% interanual en el cuarto trimestre del mismo año. Asimismo, preocupaba que la crisis internacional estuviera obstruyendo a la demanda exterior, en un momento en que la recuperación de la demanda interna todavía no se había consolidado suficientemente.

Cuadro 9.1

CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LA ZONA DEL EURO⁽¹⁾

Porcentaje de variación real anual

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Gasto en consumo privado final	1,8	1,6	1,6	3,0	3,2	2,6
Gasto en consumo público final	0,7	1,7	1,3	1,2	2,1	1,9
Formación bruta de capital fijo	2,5	1,4	2,5	5,2	5,4	4,4
Variación de existencias ⁽²⁾	0,4	-0,5	0,0	0,5	-0,2	0,0
Demanda interna	2,1	1,0	1,8	3,6	3,2	2,8
Exportación de bienes y servicios	7,8	4,5	10,5	7,3	5,2	11,9
Importación de bienes y servicios	7,7	3,3	9,1	10,0	7,2	10,6
Demanda externa ⁽²⁾	0,2	0,4	0,6	-0,6	-0,5	0,6
Producto interior bruto	2,2	1,4	2,3	2,9	2,6	3,4

Notas: (1) Incluye Grecia.

(2) Aportación al PIB.

Fuentes: Eurostat y elaboración propia.

Sin embargo, el año 1999 acabaría ofreciendo un entorno nacional e internacional mucho más favorable de lo esperado. Ciertamente, el cuarto trimestre de 1998 y el primero de 1999 arrojaron cifras de crecimiento económico contenidas, del orden del 2% interanual. No obstante, la segunda mitad del año se mostraría claramente expansiva. El año 1999 se cerraría, finalmente, con un crecimiento anual del producto interior bruto del 2,6% que, aunque inferior al registro de 1998, enmascaraba una fuerte aceleración de la actividad en el tercer y cuarto trimestres. La recuperación se había basado en la mayor aportación del sector exterior, muy beneficiado por el rápido retorno de Asia al crecimiento y por la continuidad del exuberante momento económico norteamericano, pero también en la mejora de la demanda interna gracias a la importante aceleración de la inversión y, en menor grado, del consumo privado.

9.2. Camino de ida y vuelta en 2000-2001

La expansión económica de la eurozona prosiguió con notable solidez en los dos primeros trimestres de 2000 debido a la continuidad de las tendencias de 1999. El consumo y la inversión anotaron avances notables durante el primer semestre del año, al tiempo que la demanda externa se veía muy favorecida por la continuada debilidad del euro y por el dinamismo internacional. Todo ello permitió alcanzar en 2000 el mejor crecimiento económico de los últimos diez años, un 3,4%.

Los factores fundamentales que explicaban esta recuperación de la demanda interna fueron, por lo que se refiere al consumo privado, el impulso de la creación de empleo y la reactivación del crecimiento de las rentas salariales reales, favorecidas por la estabilidad de precios. La inversión, por su parte, se benefició de que el ajuste de la demanda debido a la crisis asiática fuese relativamente corto y del mantenimiento de los niveles de los tipos de interés en valores históricamente reducidos, a pesar del repunte iniciado en 1999.

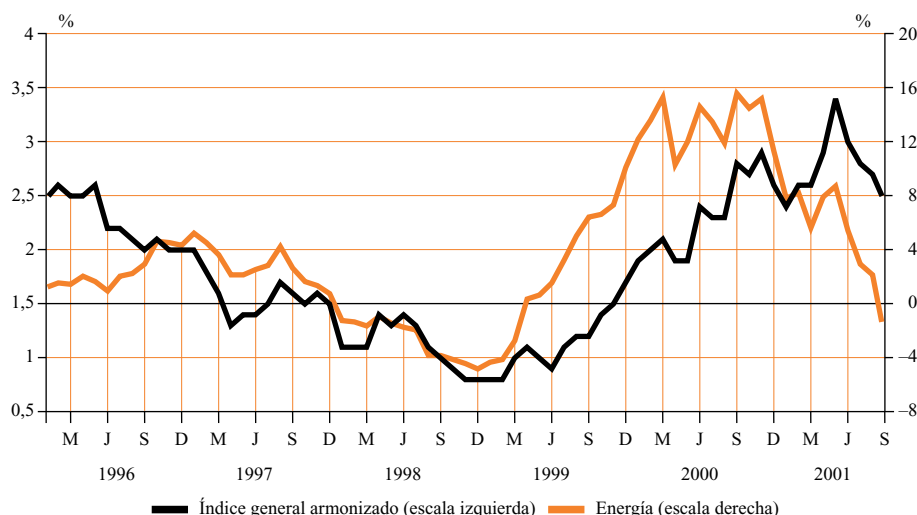
El buen momento económico que se extendió entre el verano de 1999 y el de 2000 permitió, incluso, absorber con cierta holgura el shock de oferta que representó el alza del precio del petróleo, cuya cotización pasó de los 11 dólares por barril del primer trimestre de 1999 a los 30 del cuarto trimestre de 2000. La inflación, aun acusando el aumento de los precios de la energía, se mantuvo en 1999 en niveles cercanos al 1%, en línea con los registros de 1998. Incluso el incremento de 2000, que llevó al índice de precios de consumo armonizados al 2,3% en el promedio del año, puede valorarse como aceptable si se considera la cuantía del alza del petróleo (véase el gráfico 9.1). No obstante, el persistente mantenimiento del crudo en niveles superiores a los 25 dólares por barril y la aparición de las crisis alimentarias (*vacas locas*, primero, y fiebre aftosa, posteriormente) han impedido que la tasa de variación de los precios de consumo se haya mantenido durante 2001 en los niveles de ejercicios precedentes.

A partir del tercer trimestre de 2000 el escenario económico empezó a empeorar. El proceso de desaceleración de la economía americana, más pronunciado de lo esperado, se intensificó en la última parte de 2000 y en 2001, y contagió las expectativas de los principales países exteriores a la UE, con especial incidencia en Asia. En este continente, la complicada situación inter-

Gráfico 9.1

INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO⁽¹⁾

Tasa de variación interanual



Nota: (1) Sin Grecia hasta enero de 2001.

Fuente: Eurostat.

nacional afectó a un renqueante Japón que, sin haber conseguido superar la persistente atonía del consumo privado, empezó a ver como sus empresas revisaban a la baja los planes de inversión. Todo ello condujo a las empresas europeas a moderar sus expectativas y acomodar la inversión a un ritmo menor que el de años anteriores. Así, aunque los fundamentos de la zona del euro seguían siendo sólidos, la actividad enfilaba una senda de lenta pero continuada moderación que se vio acrecentada con los desgraciados acontecimientos del 11 de septiembre de 2001.

9.3. De Alemania a Francia pasando por Irlanda: fuertes diferencias en los modelos de crecimiento

La evolución anterior del conjunto de la eurozona esconde unas trayectorias individuales notablemente dispares, que abarcan desde el decepcio-

nante comportamiento del eje económico europeo (Alemania e Italia, especialmente, pero también Francia) hasta la exuberancia de Irlanda (véanse los cuadros 9.2 y 9.3).

Cuadro 9.2

PRODUCTO INTERIOR BRUTO EN LA ZONA DEL EURO (I)

Porcentaje de variación real; media del periodo 1995-2000

	Bélgica	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia
<i>Crecimiento real del PIB y de sus componentes</i>							
Consumo privado	1,9	1,7	2,8	3,4	1,8	7,3	2,0
Consumo público	1,6	0,7	2,0	2,3	1,4	4,5	0,3
Formación bruta de capital fijo	4,4	1,5	8,0	6,8	3,6	14,0	4,4
Bienes de equipo	5,7	5,3	12,5	9,4	6,3	16,1	7,3
Construcción	1,8	-1,3	5,9	5,5	1,2	12,9	1,5
Exportaciones	5,4	7,8	7,0	10,1	7,9	16,3	5,4
Importaciones	5,2	7,3	8,7	11,3	7,4	15,8	6,8
Producto interior bruto	2,7	1,8	3,1	3,6	2,3	9,5	1,9
<i>Aportación al crecimiento del PIB</i>							
Demanda interna	2,3	1,6	4,2	4,0	2,0	7,2	2,1
Consumo	1,4	1,1	2,4	2,4	1,3	4,6	1,2
Inversión	0,9	0,3	1,7	1,6	0,7	2,6	0,8
Existencias	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1
Demanda externa	0,4	0,2	-1,1	-0,5	0,3	2,3	-0,2

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y elaboración propia.

Alemania, Francia e Italia, tres economías que representan aproximadamente dos tercios del PIB del área del euro, se situaron en los seis años del periodo de referencia 1995-2000 por debajo de la media de la zona.

El mal comportamiento de *Alemania* se explica, fundamentalmente, por la debilidad de su demanda interna. Tras el *boom* de la reunificación, el consumo, público y privado, se mostró durante gran parte de la segunda mitad de los noventa poco dinámico, mientras que la inversión se vio lastrada por la caída de la construcción. La demanda externa, en cambio, combinó ejercicios de importante drenaje del crecimiento, en especial los de la crisis de los países emergentes, con otros de buen comportamiento exterior, alcanzando en promedio niveles en la línea de los mejores años ochenta.

Cuadro 9.3

PRODUCTO INTERIOR BRUTO EN LA ZONA DEL EURO (II)

Porcentaje de variación real; media del periodo 1995-2000

	Luxemburgo	Países Bajos	Austria	Portugal	Finlandia	Zona del euro ⁽¹⁾
<i>Crecimiento real del PIB y de sus componentes</i>						
Consumo privado	3,4	3,7	2,6	3,7	4,1	2,3
Consumo público	4,7	2,1	1,1	2,3	2,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	6,2	5,8	2,6	7,0	8,2	3,9
Bienes de equipo	—	7,7	4,7	9,3	10,4	6,8
Construcción	—	3,7	0,8	6,5	7,6	1,5
Exportaciones	8,2	6,9	7,6	7,1	9,0	7,5
Importaciones	7,4	7,5	7,0	8,8	7,4	7,7
Producto interior bruto	5,7	3,6	2,4	3,3	4,7	2,5
<i>Aportación al crecimiento del PIB</i>						
Demanda interna	3,9	3,5	2,2	4,5	3,4	2,4
Consumo	2,4	2,3	1,7	2,8	2,5	1,6
Inversión	1,3	1,2	0,6	1,7	1,4	0,8
Existencias	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1
Demanda externa	1,8	0,1	0,2	-1,2	1,3	0,1

Nota: (1) Incluye Grecia.

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y elaboración propia.

La otra gran decepción económica, *Italia*, ofrece un perfil de crecimiento distinto. Aquí, la aportación de la demanda interna fue mayor que en el caso germano pero, en cambio, la demanda exterior frenó el crecimiento, en fuerte contraste con la notable aportación positiva de la primera mitad de los noventa, debido al peaje que la crisis internacional se cobró en los años 1997-1999.

Mejor que las dos economías anteriores, pero siempre por debajo del promedio de crecimiento del área de la moneda única, *Francia* combinó una equilibrada aportación de la demanda interna, donde destacó el elevado impulso del consumo público y del sector exterior. La economía gala se benefició de una dependencia exterior a la zona del euro menos acusada que la de Alemania e Italia.

No muy lejos de los tres países anteriores anduvieron *Austria* y *Bélgica*, dos economías muy vinculadas a la alemana y a la francesa. Ambos países disfrutaron de un crecimiento modesto de la demanda interna, si bien su evolución por componentes fue distinta. Así, Austria se benefició de un mayor dinamismo del consumo privado, mientras que en Bélgica el papel del motor de crecimiento recayó en la inversión. La aportación al crecimiento del sector exterior fue, en ambas economías, positiva.

Los restantes países anotaron, en cambio, crecimientos superiores a la media. Es posible distinguir entre la evolución de los tres países meridionales de la zona del euro –*España, Grecia y Portugal*–, que comparten ciertas características comunes, del comportamiento de los restantes países –los *Países Bajos, Irlanda, Finlandia y Luxemburgo*, todos ellos con especificidades propias muy acusadas. Los tres países mediterráneos se han beneficiado de un notable dinamismo de la demanda interna, en todos sus componentes (consumos privado y público e inversión). En comparación, el sector exterior drenó el crecimiento del PIB, aunque en mayor medida en Portugal y Grecia que en España.

Finlandia ha sido capaz de reconvertir una economía estrechamente vinculada a la antigua Unión Soviética, volcándose en los nuevos sectores de actividad (tecnológicos, en especial) y a sus socios de la eurozona. Tras una fuerte crisis en la primera mitad de los noventa, el periodo 1995-2000 se ha caracterizado por el equilibrio de las aportaciones de la demanda interna y externa. Los componentes de la demanda interna alcanzaron tasas de avance interanual muy significativas y con escasos vaivenes, mientras que el sector exterior mantuvo su aportación positiva, incluso en los años críticos de 1997 y 1998.

Por lo que se refiere a los Países Bajos, su satisfactoria trayectoria se explica por el mantenimiento de un ritmo elevado en todos los componentes de la demanda interna y por la prácticamente continuada contribución positiva del sector exterior. Cabe destacar, sin embargo, que ésta ha ido perdiendo ritmo al avanzar la década y, en promedio, se ha situado por debajo de la situación del periodo 1990-1995.

Por su parte, la pequeña economía de Luxemburgo ha alternado ejercicios económicos muy brillantes, siempre de la mano de una sólida demanda interna, con otros que, sin ser negativos, sí que se han mostrado menos expansivos. Parte de esta variabilidad se ha visto inducida por las fluctuaciones de la demanda externa.

Mención aparte merece *Irlanda*. Tras un periodo de nueve años (1986-1994) con un crecimiento promedio anual del orden del 4,5%, en el sexenio 1995-2000 el aumento promedio del PIB se aceleró hasta tasas del orden del 10%, más habituales en economías en desarrollo que en países industrializados. Aunque el crecimiento de todos los componentes del PIB ha sido remarkable, destaca la extraordinaria trayectoria de la inversión en bienes de equipo y la de las exportaciones.

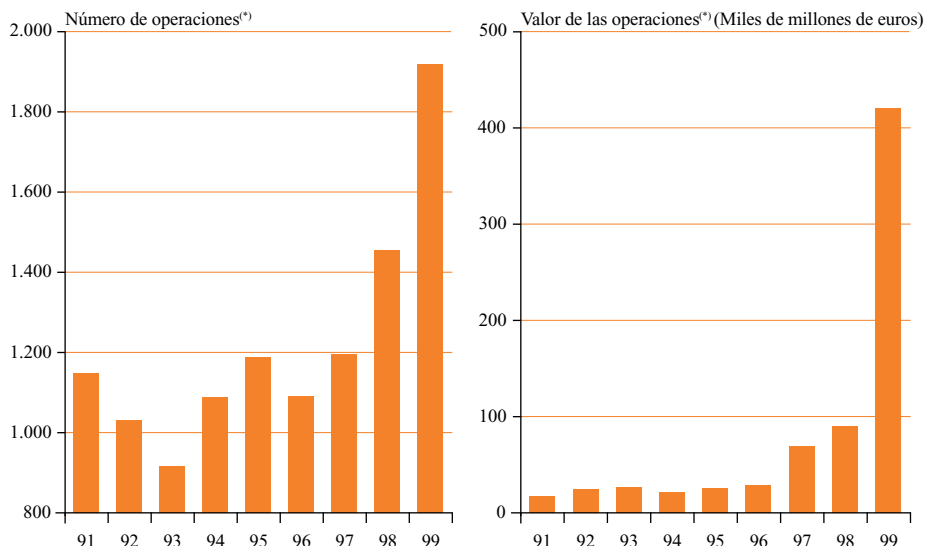
9.4. La tendencia a la concentración empresarial en la zona del euro

En el ámbito estrictamente empresarial, un efecto esperado de la mayor integración económica y monetaria que supone el euro es el aumento en la concentración empresarial europea. En los primeros años noventa, el impulso dado al mercado interior se tradujo en un incremento significativo de las fusiones y adquisiciones entre empresas de la Unión. Aunque los datos disponibles todavía no cubren un periodo suficientemente dilatado para afirmar que la tendencia se ha intensificado durante el periodo transitorio, lo cierto es que la información publicada arroja una aceleración muy acusada durante el año 1999, primer ejercicio bajo el marco de la tercera fase de la UEM. El número de operaciones de fusión o adquisición con participación realizadas en 1999 fue del orden de un 30% superior al de 1998. La magnitud de dicho avance, de lejos el mayor en la última década, es difícilmente explicable sin considerar la instauración del euro como moneda común a nivel financiero.

Cuando se considera la distribución geográfica de las operaciones, se constata el mantenimiento de una serie de tendencias durante el periodo 1991-1999. Las operaciones entre empresas del mismo estado de la Unión Europea han ido reduciendo su peso sobre el total, de manera que, aun repre-

Gráfico 9.2

FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA UNIÓN EUROPEA



Nota: (*) Fusiones y adquisiciones entre empresas de la Unión Europea. No se computan, por lo tanto, las operaciones entre empresas del mismo estado ni aquellas en las que participan empresas no comunitarias.

Fuente: Comisión Europea.

sentando un 56,5% de las concentraciones en 1999, esta cifra representa una disminución de 10 puntos desde los primeros años noventa. En cambio, las operaciones entre empresas de la UE en las cuales tanto la adquiriente como la adquirida son comunitarias o aquellas en las cuales se produce una fusión o adquisición entre una empresa de la UE y otra no comunitaria, han incrementado sensiblemente su peso en el total.

Las primeras, las operaciones intracomunitarias, decrecieron en los años centrales del periodo para mantener a partir de 1996 un continuado incremento. Son, sin embargo, las operaciones entre empresas de la Unión y las extracomunitarias las que han modificado de forma más clara su patrón de comportamiento. Su participación en el total de operaciones se incrementa del orden de siete puntos, aunque lo cierto es que en este grupo de operaciones la distinción entre operaciones con empresa comunitaria adquiriente o adquirida es muy relevante. Así, mientras que la compra de empresas euro-

peas se muestra muy irregular, la adquisición de empresas extracomunitarias por parte de las europeas se ha acelerado de forma muy acentuada, pasando de ser el 8% de las operaciones en 1991 al 17% en 1999.

Por lo que se refiere a la distribución sectorial, predominan las operaciones en el sector servicios frente a las industriales. El hecho de que la liberalización de los servicios se venga desarrollando a partir de mediados de los noventa, mientras que el grueso de la integración industrial tuviese una implantación anterior, explica dichas diferencias. Los servicios empresariales, servicios inmobiliarios y el comercio mayorista de bienes duraderos concentran aproximadamente una cuarta parte de las operaciones del bienio 1998-1999. El primer sector industrial es la fabricación de bienes de inversión (que incluye ordenadores), con un 4% del total de fusiones y adquisiciones. El sector bancario, a pesar del eco mediático que acusa, sólo participa en un 2% de las operaciones.

9.5. Convergencia en precios: ¿realidad o deseo?

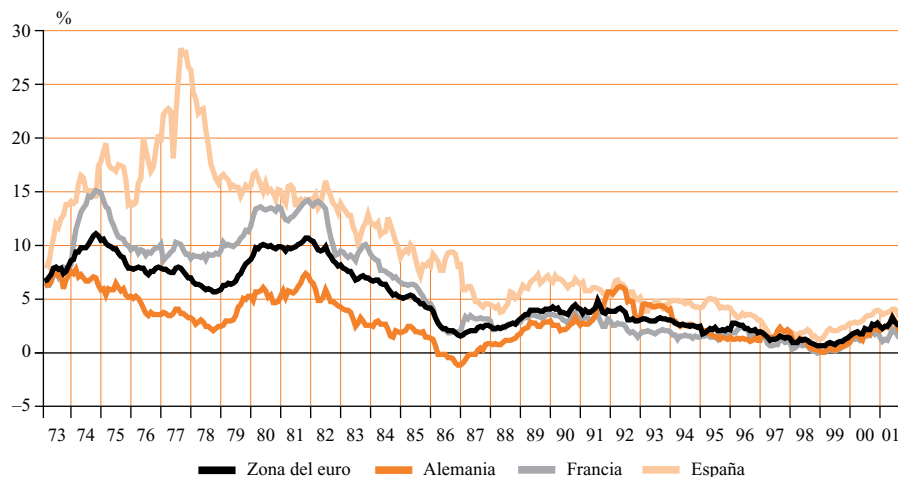
La existencia de patrones de comportamiento cíclico con sensibles diferencias entre países de la zona del euro lleva a plantearse si se trata de una situación temporal o, por el contrario, la UEM se puede ver acompañada de estas desviaciones de forma persistente en el tiempo, una alternativa que conlleva importantes consecuencias para la política económica en una zona integrada económica y monetariamente.

Así, es importante, por sus implicaciones en la gestión de la política económica y por los posibles efectos dispares de los *shocks* económicos, verificar si la puesta en marcha de la UEM ha comportado una mayor convergencia en materia de precios y de sincronización de los ciclos económicos, dos cuestiones que, como se verá, están relacionadas.

Cuando se contempla la evolución de la *inflación* en la zona del euro a largo plazo (véase el gráfico 9.3), se puede observar la coexistencia de dos procesos distintos: la *desinflación* tras los *shocks* petrolíferos de los setenta y la *reducción de las disparidades* de la inflación entre los distintos países.

INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO⁽¹⁾ Y PAÍSES SELECCIONADOS.⁽²⁾ 1973-2001

Tasa de variación interanual



Notas: (1) Índice armonizado, elaboración de Thomson Financial Datastream hasta 1990; índice oficial a partir de esta fecha. Sin Grecia hasta enero de 2001.

(2) Índices nacionales.

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

Por lo que se refiere a la reducción del nivel de inflación, cabe recordar que tras los dos episodios de aumento del precio del crudo, iniciados en 1973 y 1979, a lo largo de los años ochenta se produjo una notable reconducción de la inflación. Se pasó de valores superiores al 10% interanual a principios de 1982 a niveles del 2% a inicios de 1987. Esta trayectoria se truncó en los cuatro años siguientes (1987-1991), en los cuales la tasa de aumento se dobló, pero en lo que restó de los noventa nuevamente se siguió una senda de fuerte reconducción de los precios, hasta el 2% aproximadamente. Como se ha visto anteriormente, en el año 2000 una nueva crisis del oro negro volvió a impulsar al alza los precios, si bien parece que el contexto económico actual, con importantes reformas estructurales en marcha desde los primeros noventa y en una coyuntura de debilitamiento económico, restringirá la posibilidad de tensiones excesivas.

Esta tarea de reducción de la inflación se ha visto acompañada por la disminución de los *diferenciales de inflación* entre los países de la eurozona. Aunque se constata que los momentos álgidos del proceso de desinflación coincidieron con la reducción de las disparidades de precios entre países, lo cierto es que éstas se han dado con mayor intensidad en el segundo de los periodos de desinflación antes presentados (años 1991-1999). Este resultado de mayor convergencia en inflación tiene que relacionarse, lógicamente, con el esfuerzo de convergencia nominal puesto en marcha en la zona de la moneda única desde el Tratado de Maastricht, que la ha dotado de un marco de estabilidad macroeconómica notable, y con la intensificación de la integración económica que se derivó de la culminación del mercado interior europeo en 1993.

Más allá de la perspectiva a largo plazo, es útil centrarse en las tendencias más recientes a fin de valorar el funcionamiento del periodo transitorio. Si se consideran los dos años inmediatamente precedentes al inicio de la tercera fase de la UEM y los dos primeros ejercicios del periodo transitorio, esto es el periodo 1997-2000, se constata una convergencia en inflación hasta el verano de 1999, tendencia que se revierte después en parte (véase el gráfico 9.4).

¿Es esta evolución, aparentemente negativa, consistente con las expectativas creadas sobre la inflación en un área monetaria integrada? Para responder a esta cuestión deben diferenciarse dos aspectos distintos. En primer lugar, cabe preguntarse por qué existen divergencias en la inflación en una zona monetariamente integrada. Y en segundo lugar, si estas divergencias van a ser temporales o permanentes.

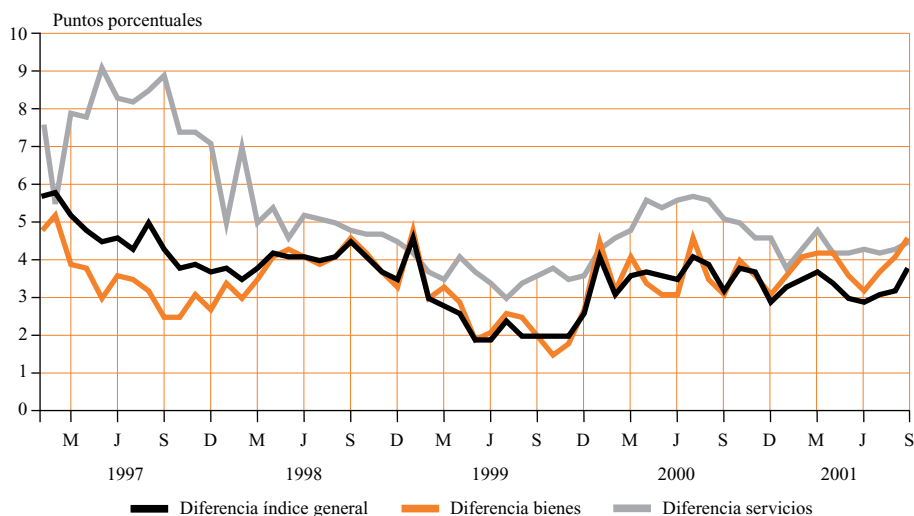
La primera cuestión, los motivos de la existencia de disparidades de inflación en la zona del euro, se explica, a su vez, por dos razones principales. La primera, porque las economías nacionales pueden presentar niveles de precios distintos en el momento de integrarse en la UEM. La segunda, por la situación de cada economía en distintas fases del ciclo económico.

Así, si los niveles de precios de partida son diferentes en los distintos países de la eurozona, la tendencia a una mayor equiparación de esos precios significará disparidades en las tasas de inflación hasta el momento en que se alcance dicha mayor convergencia.

Gráfico 9.4

CONVERGENCIA DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

Diferencia entre las tasas de variación interanual máxima y mínima para inflación



Fuentes: Eurostat y elaboración propia.

Pero incluso más allá de este proceso, hay que tener en cuenta que en toda economía el grado de exposición a la competencia de bienes y servicios no es homogéneo. En los sectores más abiertos a la competencia cabe esperar que el crecimiento de la productividad sea superior al de aquellos que disfrutan de un mercado más protegido. A su vez, el mayor crecimiento de la productividad en los bienes comercializables provocará mayores incrementos de salarios nominales en dichos sectores que, probablemente, serán mimetizados por los restantes sectores de la economía. El efecto final será un incremento de precios en el conjunto de la economía. En principio, los países con menor nivel de renta disponen de mayor margen para mejorar su productividad y, si lo realizan, acabarán sufriendo periodos con tasas de inflación transitoriamente mayores que las de sus socios de la zona del euro.

Aun cuando la verificación del anterior efecto, bautizado como de *Balassa y Samuelson* en honor de los académicos que lo presentaron en un primer momento, no está exento de controversia, lo que parece indudable es que

los niveles de precios de los bienes más sujetos a la competencia serán menos divergentes en las distintas regiones económicas de una unión económica y monetaria que aquellos que estén sometidos en menor grado a la disciplina del mercado. Los datos disponibles (véase en el gráfico 9.4 la evolución de las diferencias entre inflación máxima y mínima en las categorías de bienes y de servicios) para la zona del euro refuerzan esta presunción, ya que sistemáticamente la divergencia en precios de los servicios, más protegidos de la competencia, ha sido superior a la de los bienes.

El segundo motivo que explica la existencia de diferenciales de inflación en una zona monetaria integrada deriva de la mayor o menor *sincronización cíclica* entre las economías de la zona del euro. La existencia de economías en diferente posición del ciclo económico puede explicar divergencias en el comportamiento de la inflación, ya que si la demanda interna evoluciona de forma distinta en los diferentes países de la eurozona, el nivel de presión que se ejerce sobre los precios de consumo tampoco será el mismo. El Banco Central Europeo ha estimado que este factor cíclico explica, aproximadamente, un 40% de la variación de los precios y, ciertamente, si se relacionan los indicadores de actividad cíclica y la divergencia en inflación, se constata este resultado. Si se le añade el efecto anteriormente reseñado de partir de diferentes niveles de precios, aproximadamente el 80% de la variación de inflación queda explicada.

Asumiendo, pues, que en una zona monetaria integrada se podrán producir diferenciales de inflación durante periodos relativamente prolongados, es relevante cuestionarse si los niveles de divergencia que actualmente se producen en la UEM se pueden considerar demasiado elevados. Desde una óptica empírica y comparada, el Banco Central Europeo ha recordado que los niveles actuales de divergencia de la zona del euro, medidos por los diferenciales de inflación, no son excesivos comparados con los de otras uniones monetarias completamente desarrolladas. Por ejemplo, medidas por la diferencia entre el nivel de precios máximo y mínimo, en Estados Unidos se ha pasado de distancias del orden de los siete puntos hasta los actuales dos puntos, similares estas últimas diferencias a las que actualmente se registran en la eurozona.

9.6. La evolución de la convergencia cíclica

La discusión anterior sobre la importancia de la convergencia o divergencia cíclica en la determinación del nivel de precios indica, de hecho, el papel central que tiene la sincronización de los ciclos de las economías participantes en una zona monetaria y económicamente integrada. En términos generales, se considera que un cierto grado de sincronización en los ciclos nacionales es un requisito necesario para un funcionamiento correcto de la UEM. Es difícil establecer una política monetaria común adecuada a una situación en que coexistan economías muy avanzadas en el ciclo, que previsiblemente presentarán tensiones en los precios, con otras en fases bajas y, por lo tanto, sin excesivas presiones sobre los precios. Una política monetaria rigurosa podría abortar la expansión en ciernes del segundo grupo de economías o, por el contrario, una política monetaria excesivamente laxa, exacerbar los desequilibrios de los países más adelantados cíclicamente.

La medida correcta del momento cíclico de una economía no está exenta de importantes dificultades metodológicas. Así, a pesar de que el crecimiento del PIB en los diferentes trimestres debería permitir valorar la cuestión de la convergencia o divergencia de la actividad, lo cierto es que en dicha evolución se solapan diferentes movimientos que enmascaran las conclusiones. El punto de partida acostumbra a ser el recorrido a largo plazo o tendencia del PIB, a partir de la cual se puede derivar la posición cíclica de dicha variable como desviaciones respecto a la tendencia. Aunque es posible estimar los componentes tendencial y cíclico de la evolución del PIB, una aproximación alternativa a esta posición cíclica de la actividad, que elimina la inevitable discrecionalidad que todos los métodos de ajuste presentan, es analizar la evolución de otras variables que se saben más vinculadas al ciclo, como es la producción industrial.

Partiendo del comportamiento de la producción industrial nacional y conjunta de la zona del euro durante el periodo de referencia 1995-2000, en comparación con los seis años anteriores (1989-1994), es posible derivar algunas conclusiones de interés sobre la evolución de la convergencia cíclica en la UEM, equivalentes en términos generales a las obtenidas con métodos más complejos por el BCE y otras instituciones.

En primer lugar, el grado de *sincronización cíclica* en la eurozona es elevado. Aun cuando los resultados varían levemente según la metodología seleccionada, es indudable que los niveles alcanzados reflejan el hecho esperable de que en el seno de las zonas integradas en los ámbitos monetario y económico los ciclos tienden a ser similares.

El segundo resultado que se obtiene se refiere a la evolución de la sincronización al avanzar el proceso de integración monetaria. En la mayoría de países, la convergencia cíclica es mayor en el periodo de referencia 1995-2000 que en el periodo 1989-1994.

No obstante este elevado grado de sincronización cíclica –que, como se ha visto, además tiende a acentuarse–, una última consecuencia que se desprende de diferenciar en la etapa de referencia 1995-2000 dos subperiodos de tres años (1995-1997 y 1998-2000), es que en los ejercicios económicos más recientes se produce un cierto retroceso de dicho proceso de sincronización cíclica.

Resumen

La moneda única se implanta en un área muy diversa y en la que los resultados económicos a menudo son dispares. Cabe preguntarse entonces hasta qué punto es posible o eficaz aplicar una política económica similar para toda la zona del euro. Las tendencias aquí presentadas permiten valorar positivamente las posibilidades de convergencia en política económica sin generar excesivos esfuerzos de ajuste a los países de la zona. La única nota de alerta en esta valoración sería la ligera divergencia cíclica observada en los últimos años, que de todos modos no desvirtúa las conclusiones anteriores.

X. La coordinación de las políticas económicas

Cuando nos referimos al proyecto que culmina con la plena circulación del euro, hablamos normalmente de la Unión Económica y Monetaria. La moneda única va más allá de una simple Unión Monetaria porque incluye un elemento fundamental para el éxito del proceso: la coordinación de las políticas económicas. Cuando los estados cedieron la soberanía sobre sus monedas nacionales al SEBC perdieron sus competencias de política monetaria y política cambiaria. Sin embargo, conservan la autonomía en el resto de instrumentos de política económica. Pero si los estados actuaran en direcciones distintas, la moneda única se vería seriamente perjudicada. Por eso el Tratado, además de recalcar que los estados deben respetar el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, establece que los estados deben considerar sus políticas económicas como una cuestión de interés común y deben coordinarlas en el seno del Consejo. En este capítulo se examina este proceso de coordinación, resaltando las exigencias más relevantes que fija el Tratado y las normas que lo han desarrollado.

10.1. Las Orientaciones Generales de Política Económica

El punto de referencia de la coordinación macroeconómica en la Unión Europea son las llamadas *Orientaciones Generales de Política Económica* (OGPE). Las Orientaciones son un documento general que establece las

principales prioridades de política económica de la UE en su conjunto y también individualmente para los estados miembros. En los últimos años han sido objetivos habituales combatir el desempleo, impulsar el crecimiento y garantizar el éxito de la UEM.

Concretamente, las Orientaciones del año 2001 se centran en la mejora en tres ámbitos, de corto, medio y largo plazo, respectivamente. En primer lugar, a corto plazo, se establece el objetivo de garantizar el mantenimiento del crecimiento económico y la creación de empleo. A medio plazo, actuar sobre la oferta (funcionamiento de los mercados, mejora del capital humano, etc.). Finalmente, a largo plazo, prepararse para los efectos del envejecimiento de la población.

Para alcanzar estos objetivos, se postulan una serie de *recomendaciones de política económica*, de carácter general y que se entienden aplicables al conjunto de la Unión, entre las cuales se puede destacar, a modo de ejemplo, las siguientes:

1. Alcanzar posiciones cercanas, o superiores, al equilibrio presupuestario cíclicamente ajustado. Concretamente, se recomienda que los presupuestos de 2002 contemplen la posibilidad de realizar recortes fiscales que compensen posibles tensiones inflacionistas.

2. Orientar la fijación de los salarios de forma compatible con los objetivos de inflación del BCE y con la evolución de la productividad.

3. Mejorar las finanzas públicas mediante la combinación, entre otras medidas, de mejoras en el control del gasto, reducciones tributarias a favor de la actividad empresarial y la orientación del gasto hacia el desarrollo del capital físico y humano.

4. Avanzar en la plena realización del mercado interior europeo, por ejemplo mediante la reducción del 15% de las medidas legales pendientes de transposición por parte de los estados miembros.

5. Acelerar los procesos de liberalización pendientes en los sectores de energía, ferroviario, postal, transporte aéreo, etc.

6. Intensificar los trabajos de integración de los mercados financieros, en la línea de las propuestas del Comité de Sabios sobre la regulación de los

mercados europeos de valores mobiliarios y del Plan de Acción para los Servicios Financieros.

A diferencia de las anteriores recomendaciones, de carácter genérico, las que se dirigen individualmente a los países contienen referencias y objetivos cuantificados, habitualmente referidas a la política fiscal, que se combinan con otras de tipo general. Estas directrices presupuestarias en su mayor parte emanan de las contenidas en los *programas de estabilidad* nacionales. A modo de ejemplo, a España se le recomienda, en las Orientaciones de 2001, una combinación de medidas ya contempladas en el Programa de Estabilidad del gobierno español, como que el fondo de reserva de pensiones alcance un montante equivalente al 1% del PIB en 2004, con una amplia variedad de medidas más generales, que van desde el desarrollo de los instrumentos de capital riesgo hasta facilitar la movilidad de la mano de obra mediante sistemas de ayudas regionales.

Actualmente, la elaboración de las Orientaciones se inicia a partir de la celebración de un Consejo Europeo (esto es, la reunión de los jefes de estado y de gobierno de la UE, responsable del impulso político al máximo nivel) en la primavera. Previamente se elaboran ciertos informes preparatorios por parte de la Comisión. Dicho Consejo Europeo de primavera se centra en el debate de las cuestiones económicas y, entre otras decisiones, se fijan las directrices estratégicas de las Orientaciones del año en curso. Esta reunión fue instaurada en el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 a fin de reforzar la función de guía del propio Consejo Europeo. El primer Consejo Europeo sobre cuestiones económicas se celebró en Estocolmo los días 23 y 24 de marzo de 2001.

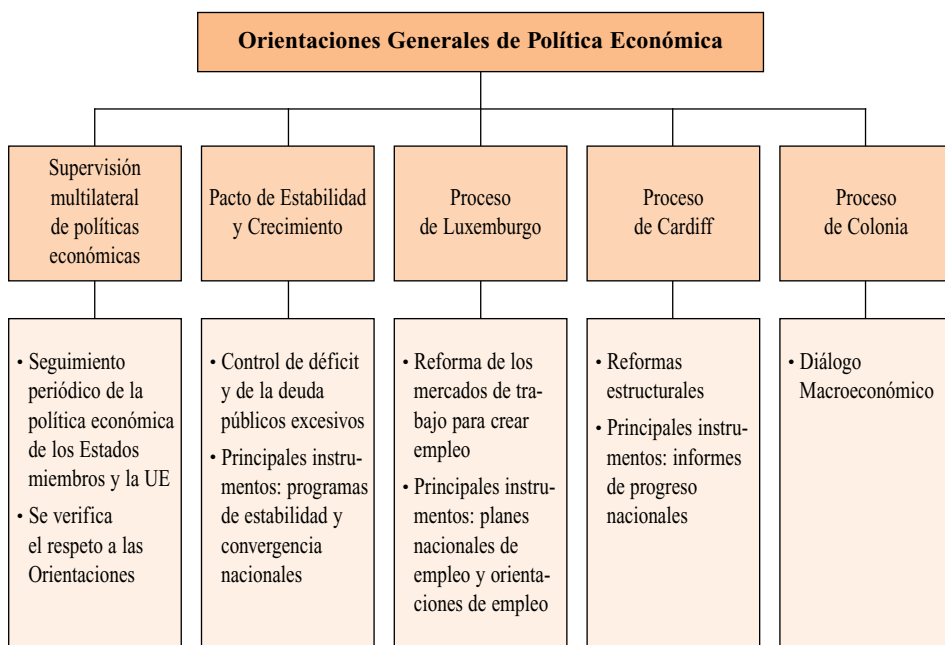
A partir de estas directrices, la Comisión Europea elabora una propuesta de Orientaciones, que adopta la forma de *recomendación* (acto jurídico no vinculante que define la postura comunitaria y constituye una invitación a adoptar una pauta de conducta). Con dicha recomendación, el Consejo ECOFIN, que reúne a los ministros de economía y finanzas de los quince estados de la UE, confecciona un proyecto de Orientaciones, el cual será presentado al Consejo Europeo. El Consejo Europeo del mes de junio hace pública una recomendación que establece definitivamente las Orientaciones. Finalmente, el ECOFIN adopta formalmente las Orientaciones. Como resultado

más inmediato de la adopción de las Orientaciones, los estados miembros de la UE deberán tenerlas en cuenta en los presupuestos que aprobarán durante la segunda mitad del año y ejecutarán en el ejercicio siguiente.

Sobre este documento basculan una serie de procedimientos (véase el gráfico 10.1) que tratan ámbitos específicos de coordinación de política económica: el más general, la supervisión multilateral de políticas económicas; el relativo al control del déficit y de la deuda públicos excesivos (*Pacto de Estabilidad y Crecimiento*); el que se centra en la promoción del empleo (*Proceso de Luxemburgo*); el de impulso de las medidas estructurales (*Proceso de Cardiff*) y, finalmente, el del llamado *Diálogo Macroeconómico* (*Proceso de Colonia*).

Gráfico 10.1

PROCEDIMIENTOS DE COORDINACIÓN MACROECONÓMICA EN LA UNIÓN EUROPEA



Fuente: Elaboración propia.

10.2. La supervisión multilateral de las políticas económicas

Se trata de un proceso de evaluación de los desarrollos de política económica de los estados miembros y de la UE a fin de establecer si son acordes a las Orientaciones o si pueden poner en peligro el adecuado funcionamiento de la UEM. Dicho proceso se estructura mediante una serie de informes periódicos de la Comisión que el ECOFIN estudia. En caso de que las acciones de política económica de un estado se alejen sensiblemente de las Orientaciones, el ECOFIN puede recomendar al estado en cuestión la adopción de medidas correctoras que, si se considera necesario, se podrán hacer públicas. Tanto la decisión de efectuar recomendaciones a los estados como de hacerlas públicas la toma el ECOFIN a propuesta de la Comisión.

Un ejemplo del funcionamiento práctico de la supervisión multilateral fue la decisión del Consejo ECOFIN del 12 de febrero de 2001 sobre Irlanda, que consideró necesario hacer pública una recomendación de ajustar su política presupuestaria a las Orientaciones del año 2000. Irlanda, que disfruta de un superávit presupuestario notable, adoptó un presupuesto para el ejercicio 2001 que contenía una moderada rebaja fiscal y un sensible aumento de la inversión pública. El ECOFIN, a partir del informe de la Comisión, valoró como excesivamente expansivo y procíclico este presupuesto para una economía que en 2000 alcanzó un crecimiento del PIB superior al 10%, pero con una inflación que más que doblaba el promedio de la eurozona. La recomendación hecha pública instaba a introducir mejoras correctoras en el presupuesto, recordando, sin embargo, que éstas no tendrían que generar ninguna reducción del superávit público previsto.

Adicionalmente, y aunque no forman parte del proceso de supervisión multilateral propiamente dicho, existen dos restricciones que tratan de evitar efectos no deseados sobre el correcto funcionamiento de la UEM. En primer lugar, se prohíbe que el sector público acceda a financiación privilegiada, ya sea vía el BCE, los bancos centrales nacionales o las entidades de crédito. En segundo lugar, ni la UE ni los estados que la forman responden de los compromisos financieros adquiridos por los restantes estados.

10.3. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento

La certeza de que un déficit público elevado y sin tendencia a decrecer perjudicaría el funcionamiento de la UEM, generando tensiones inflacionistas que comprometerían la eficacia de la política monetaria única, explica que el Tratado de Maastricht incorpore el denominado *procedimiento de déficit excesivo* al paquete de medidas de coordinación macroeconómica.

El procedimiento de déficit excesivo se estructura en las siguientes etapas. En primer lugar, la Comisión Europea realiza un seguimiento de la situación presupuestaria de los estados de la UE, valorando especialmente que no se superen dos valores de referencia (un déficit público del 3% del PIB y una deuda pública del 60% del PIB) o que si los rebasan sea de manera excepcional y temporal, a no ser que el estado en cuestión presente una trayectoria de acercamiento significativa a dichos valores. Si, a juicio de la Comisión no se dan estas circunstancias, informará al ECOFIN, el cual decidirá si efectivamente el estado en cuestión incurre en una situación de déficit excesivo. En dicho caso, el ECOFIN recomendará las medidas a adoptar que, de no ser realizadas en el plazo establecido, se harán públicas. Si el estado persiste en la no corrección del déficit excesivo, el ECOFIN dispone de un amplio abanico de medidas que llegan a alcanzar la aplicación de sanciones.

A fin de reforzar y agilizar el procedimiento de déficit excesivo, en 1997 se estableció el llamado *Pacto de Estabilidad y Crecimiento*. El Pacto se estructura alrededor de dos elementos centrales. Por un lado, se refuerza el proceso de supervisión multilateral mediante el establecimiento de unos *programas de estabilidad* (para los países en la UEM) y de unos *programas de convergencia* (para los países de la UE que no participan en la UEM) que contienen los objetivos presupuestarios a medio plazo y la trayectoria que se seguirá para alcanzarlos, incluyendo los supuestos macroeconómicos considerados y las medidas previstas. Estos programas se presentarán, o se actualizarán, anualmente. Por otro, se aceleran los plazos de las diferentes etapas del procedimiento de déficit excesivo y se concreta el mecanismo de aplicación de sanciones (véase el cuadro 10.1).

EL MECANISMO DE SANCIONES DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Situación	Medida	Sanción
<i>Si el déficit público es superior al 3% del PIB y se produce lo siguiente:</i>		
Una caída del PIB inferior a 0,75%.	Depósito o multa automática.	Primer año: depósito consistente en un elemento fijo equivalente al 0,2% del PIB más un elemento variable que será la décima parte de la cantidad en que el déficit público supere el valor de referencia del 3% del PIB (con un máximo global del 0,5% del PIB). Segundo año: el depósito se incrementará en la parte variable (manteniéndose el límite máximo del 0,5% del PIB). A partir de dos años consecutivos de déficit excesivo el depósito se convertirá en multa por el valor correspondiente al primer año.
Una caída del PIB entre un 0,75% y un 2%.	El Consejo ECOFIN decide si el estado se encuentra en una situación económica excepcional. En caso negativo, se aplican las medidas anteriores.	
Una caída del PIB superior al 2%.	Exención del depósito o multa.	

Fuentes: Elaboración propia a partir del Reglamento (CE) núm. 1467/1997 del Consejo, de 7 de julio de 1997, y la Resolución del Consejo Europeo de Amsterdam sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En definitiva, el Pacto concreta el compromiso público y firme de los países comunitarios de alcanzar, en el medio plazo, situaciones presupuestarias cercanas al equilibrio y los medios que se ponen en juego para alcanzarlas. Si este objetivo de firmeza se ha concretado en resultados positivos o no será objeto del capítulo XI.

10.4. El Proceso de Luxemburgo: la estrategia coordinada para el empleo

El creciente interés en promocionar la creación de empleo en la UE llevó a impulsar el llamado *Proceso de Luxemburgo* –por su origen en el Consejo Europeo de Luxemburgo, sobre empleo, de noviembre de 1997– que, incorporado en el Tratado de Amsterdam (en vigor desde 1999), establece la coordinación de las medidas de apoyo al empleo.

El Proceso de Luxemburgo parte de una valoración anual que realiza el Consejo Europeo y que toma en consideración un informe elaborado conjuntamente por el Consejo y la Comisión. Estas conclusiones del Consejo Europeo sirven de base para que el Consejo establezca unas directrices u orientaciones anuales en materia de empleo que los estados deben tener en cuenta en sus políticas nacionales de empleo. Las orientaciones en materia de empleo deben ser compatibles con las Orientaciones y tendrán en cuenta la opinión de diversas instituciones comunitarias, incluyendo al Parlamento Europeo.

Más allá de este planteamiento general, recogido en los textos legales de la Unión, las directrices de empleo adoptadas hasta el momento parecen erigirse como un instrumento de vinculación entre las grandes estrategias económicas y a favor de la ocupación establecidas por las instituciones comunitarias, y en particular la estrategia socioeconómica a largo plazo establecida por el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000. Así, por ejemplo, las directrices de empleo de 2001 se estructuran alrededor de cuatro ejes o pilares principales que concretan, siempre en términos de orientaciones genéricas, dicha estrategia:

- Mejorar la capacidad de inserción profesional.
- Desarrollar el espíritu de empresa y la creación de empleo.
- Fomentar la capacidad de adaptación de las empresas y de sus trabajadores.
- Reforzar las políticas de igualdad de oportunidades entre hombres y mujeres.

Cabe recordar que en el Consejo Europeo de Lisboa se establecieron unos objetivos cuantificados muy exigentes que deberían alcanzarse en 2010: situarse tan cerca como sea posible del valor del 70% en términos de tasa de empleo en la UE, frente al valor del orden del 60% en 2000, y aumentar el número de mujeres empleadas hasta más del 60%, partiendo del 51% de 2000.

A fin de valorar la adecuación de las medidas nacionales a las directrices u orientaciones de empleo, el Consejo estudia un informe anual que cada estado elabora sobre sus actuaciones en materia de impulso a la ocupación (denominados *planes nacionales de empleo*) y puede establecer recomendaciones a los estados si se considera pertinente. Estas recomendaciones tendrán en cuenta la opinión del *Comité de Empleo*, un órgano de carácter consultivo creado para favorecer la coordinación de las políticas de empleo nacionales. Finalmente, el proceso de Luxemburgo se cierra con un nuevo informe anual elaborado conjuntamente por el Consejo y la Comisión para el Consejo Europeo.

10.5. El Proceso de Cardiff: impulso de las reformas estructurales

El Consejo Europeo de Cardiff, de junio de 1998, amplió la coordinación macroeconómica al ámbito de las reformas estructurales, concretamente mediante la búsqueda de las mejoras de la competitividad y del funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, incluyendo el de capitales. Aunque los beneficios de las mejoras por el lado de la oferta de una economía son diversas, destacando entre todas la mejora del crecimiento potencial, a efectos de la integración monetaria cabe destacar que la mayor flexibilidad permite reducir los costes y duración del ajuste económico en presencia de *shocks asimétricos* (crisis que afectan de forma desigual a los distintos países o regiones), lo que en último extremo facilita las acciones coordinadas o comunes de política económica. Así, las mejoras por el lado de la oferta permiten aumentar la flexibilidad de las regiones económicas europeas de manera que, en presencia de un *shock* territorial o sectorialmente concentrado, los ajustes tenderán a realizarse vía precios y de forma más rápida, en vez de con-

centrarse en ajustes en producción y empleo, más costosos socialmente y de más largo periodo de maduración. Si no es posible eliminar completamente el riesgo de crisis asimétricas, se trata al menos de reducir su duración y coste social, dada la rigidez que imponen la política monetaria común y la política fiscal nacional bajo las restricciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El llamado *Proceso de Cardiff* se inicia anualmente con la inclusión de una serie de recomendaciones en materia de actuaciones estructurales en las Orientaciones. Cada estado, teniendo en cuenta dichas orientaciones en materia estructural contenidas en las Orientaciones, decide sus medidas nacionales y presenta un resumen de las mismas, los llamados *Informes de Progreso sobre las Reformas en los Mercados de Bienes, Servicios y Capitales*.

Examinados los *Informes de Progreso* nacionales, interviene el *Comité de Política Económica*, un órgano que realiza tareas de tipo preparatorio y consultivo en materia económica para el Consejo de la UE, especialmente en las cuestiones vinculadas con la coordinación macroeconómica. Así, el Comité de Política Económica evalúa el grado de cumplimiento de las Orientaciones y, en base a sus conclusiones, prepara un informe anual. Dicho informe, más otro elaborado por la Comisión que contiene sus propuestas para mejorar el funcionamiento del mercado interior y sus propuestas de medidas estructurales para las Orientaciones, es presentado al ECOFIN, que, tras examinarlos, elevará su propuesta de Orientaciones al Consejo Europeo. Con esta etapa se completa el proceso, que volverá a iniciarse con la adopción de las Orientaciones por parte del Consejo Europeo.

A diferencia de otros procesos de la coordinación macroeconómica, y en especial del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Proceso de Cardiff se basa en la premisa de que la existencia del propio proceso conducirá a que los estados se presionen entre sí para poner en práctica las orientaciones propuestas (lo que en inglés se conoce como *peer pressure* o presión entre pares) y a que la puesta en común de las *mejores prácticas* (*best practices*) de ciertos países o ámbitos conduzca a su difusión a los restantes socios comunitarios.

2000: UN AÑO DE COORDINACIÓN MACROECONÓMICA

26 de enero	La Comisión presenta su informe sobre el funcionamiento de los mercados comunitarios de productos, servicios y capitales (segundo informe desde Cardiff).
31 de enero	El Consejo de la UE aprueba la versión actualizada de los programas de estabilidad de Irlanda, Países Bajos y Finlandia y de los programas de convergencia de Grecia y Suecia.
28 de febrero	El Consejo de la UE aprueba la versión actualizada de los programas de estabilidad de Bélgica, Alemania, España e Italia y de los programas de convergencia de Dinamarca y el Reino Unido.
13 de marzo	El Consejo de la UE aprueba la versión actualizada de los programas de estabilidad de Francia, Luxemburgo y Portugal.
	El Consejo de la UE adopta las directrices de empleo para los estados miembros para el año 2000.
16 de marzo	El Consejo, partiendo de la base del anterior informe de la Comisión, del informe del Consejo de Política Económica y de los informes de progreso elaborados por los estados de la UE, adopta unas conclusiones sobre la reforma estructural que propone que se tengan en cuenta en las OGPE de 2000. ⁽¹⁾
11 de abril	Propuesta de la Comisión Europea sobre las OGPE para el año 2000 (Recomendación). ⁽²⁾
8 de mayo	El Consejo de la UE aprueba la versión actualizada del programa de estabilidad de Austria.
18 de mayo	El Parlamento Europeo adopta una resolución en la cual valora positivamente la ejecución de los programas de estabilidad y crecimiento anteriores.
	Resolución favorable del Parlamento Europeo sobre las OGPE de 2000.
5 de junio	El Consejo de la UE adopta su proyecto de OGPE para el año 2000 (Recomendación en base a la Recomendación de la Comisión y a la Resolución del Parlamento Europeo).
19 de junio	El Consejo Europeo recomienda en sus conclusiones la adopción de las OGPE. El Consejo de la UE adopta las OGPE para el año 2000.
6 de septiembre	Una vez presentados los planes nacionales de empleo y examinados por la Comisión, ésta prepara su propuesta de directrices de empleo para los estados de la UE correspondiente a 2001 y publica un informe conjunto sobre el empleo en la UE en 2000.
27 de noviembre	El Consejo de la UE aprueba la versión nuevamente actualizada de los programas de estabilidad de Alemania, Países Bajos y Finlandia.
28 de noviembre	El Consejo de la UE da su visto bueno a la propuesta de directrices de empleo para los estados de la UE correspondiente a 2001.
29 de noviembre	La Comisión Europea comienza a preparar las OGPE de 2001 mediante la publicación de un informe preliminar sobre el estado de la economía de la Unión.
7 al 11 de diciembre	El Consejo Europeo, en Niza, aprueba las directrices de empleo de 2001.
27 de diciembre	La Comisión presenta un nuevo informe sobre el funcionamiento de los mercados comunitarios de productos, servicios y capitales (tercer informe desde Cardiff).

Procedimiento: Orientaciones Generales de Política Económica. Proceso de Luxemburgo.
 Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Proceso de Cardiff.

Notas: (1) A partir de este punto, dichas propuestas se incorporan al proceso de adopción de las OGPE.

(2) El proceso de adopción incluye, desde 2001, la realización de un Consejo Europeo, previo a la adopción de la Recomendación de la Comisión Europea.

Fuentes: Comisión Europea, Consejo de la UE, Consejo Europeo y elaboración propia.

Sin embargo, la adopción de la estrategia socioeconómica de largo plazo del Consejo de Lisboa de marzo de 2000 conllevó la constatación de que las reformas estructurales requieren mayores incentivos que los anteriores. En este sentido, se decidió, en primer lugar, que en el Consejo Europeo que cada primavera discute las cuestiones económicas se establecerían también directrices en materia de reforma estructural, que pasarían a orientar las Orientaciones. En segundo lugar, se relanzó la importancia de todo el Proceso de Cardiff enfatizando la necesidad de que los informes esenciales del proceso contuviesen referencias explícitas a indicadores cuantitativos que registrasen los progresos realizados. En general, dichos indicadores se refieren a la evolución de precios, nivel de uso y de demanda y grado de competencia en sectores y productos claves.

10.6. El Proceso de Colonia: el Diálogo Macroeconómico

Los diferentes procesos de coordinación de las políticas económicas se completan con el llamado *Diálogo Macroeconómico*, que consiste en una serie de reuniones a nivel técnico y político que integran a representantes del Consejo, la Comisión, el Banco Central Europeo y los agentes sociales, para intercambiar información sobre la evolución salarial en la UE y sus efectos sobre las políticas monetaria, fiscal y presupuestaria. El objetivo es, en última instancia, favorecer una evolución salarial consistente con una pauta de crecimiento económico no inflacionista mediante el intercambio de opiniones.

Resumen

El punto de referencia de la coordinación de las políticas económicas de los estados miembros son las Orientaciones Generales de Política Económica, un documento general que establece las principales prioridades de la Unión Europea en su conjunto y las pautas de actuación de las autoridades económicas nacionales. Estas políticas económicas nacionales son objeto de vigilancia mutua a través de la supervisión multilateral, un proceso en el que el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas, o ECOFIN, tiene un papel central. Inscritos dentro de este marco de coordinación, encontramos una serie de procedimientos específicos que han sido lanzados en distintos momentos en función de diversos motivos: 1) El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, un compromiso para equilibrar los presupuestos públicos. 2) El Proceso de Luxemburgo, para estimular la creación de empleo. 3) El Proceso de Cardiff, para alentar las reformas estructurales. Y 4) el Proceso de Colonia, para mejorar la comunicación entre los agentes económicos y las instituciones comunitarias.

XI. La corrección de los déficit públicos excesivos

La coordinación de las políticas económicas presentada en el capítulo precedente está en sus primeros años de aplicación en la mayoría de frentes, con la notable excepción del control del déficit y la deuda pública. Desde principios de los noventa, la ortodoxia en las cuentas públicas se erigió en el puntal del proceso de convergencia nominal al convertirse en una exigencia para acceder a la moneda única. Como se ha comentado anteriormente, el Tratado de Maastricht estableció el procedimiento de déficit excesivo, que fue reforzado con la adopción del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 1997. Se dispone, por lo tanto, de cerca de una década de experiencia en el control comunitario de las finanzas públicas, un aspecto determinante de la UEM que es objeto de revisión en el presente capítulo.

11.1. La evolución del déficit público en la década de los noventa

Tras seguir una senda de importante aumento desde los primeros años setenta, el déficit público de la zona del euro alcanzó sus máximos en 1993: se había pasado de una situación de práctico equilibrio presupuestario a un déficit de 5,5% del producto interior bruto (PIB). Esta evolución se debió al fuerte crecimiento de los gastos públicos que, pasando del 36% del PIB en 1970 al 52% en 1993, superó de largo el aumento de los ingresos, los cuales,

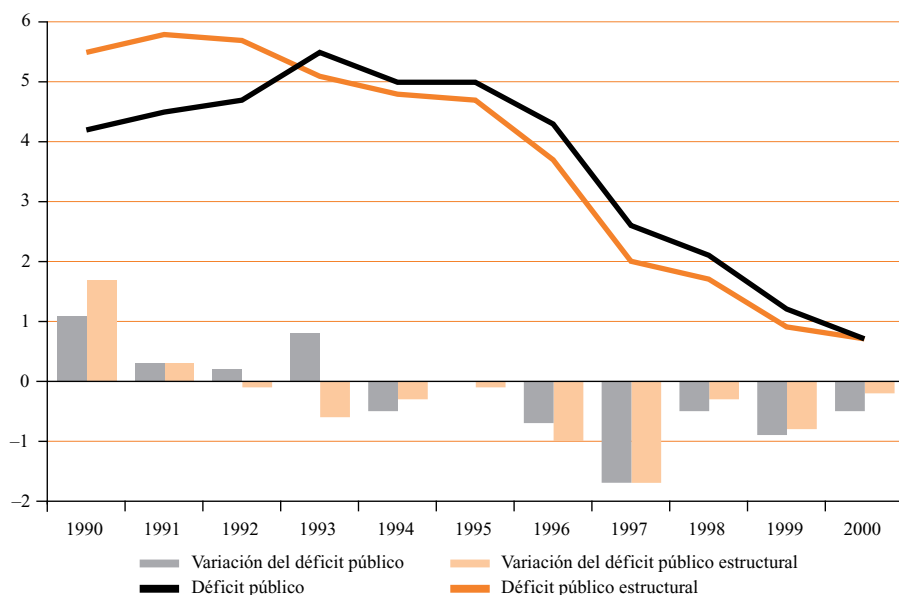
partiendo de un nivel idéntico a los gastos (36% del PIB en 1970), sólo aumentaron 10 puntos hasta 1993 (46% del PIB).

A principios de los noventa, el consenso económico y político aceptaba que el ritmo de aumento del déficit público amenazaba con tornarse insostenible y, al amparo de los cambios en el marco macroeconómico de la UE introducidos en el Tratado de Maastricht, se inició, a partir de 1993, un proceso de reconducción de los desequilibrios públicos que permitió situar el déficit público de la eurozona, deducido el efecto de los atípicos ingresos por subastas de licencias de telefonía de tercera generación, en el 0,7% del PIB en 2000 (véase el gráfico 11.1). Por lo tanto, aparentemente, las políticas de estabilidad impulsadas a partir de Maastricht y reforzadas por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento han resultado notablemente exitosas, especialmen-

Gráfico 11.1

LA SENDA DE CONSOLIDACIÓN PRESUPUESTARIA EN LA ZONA DEL EURO. 1990-2000

Porcentaje sobre el PIB



Nota: Una variación positiva (negativa) indica un aumento (disminución) del déficit público.

Fuentes: Comisión Europea y elaboración propia.

te si se considera la poco favorable coyuntura económica experimentada en diversos ejercicios de la década de los noventa, con siete años creciendo por debajo del potencial. Sin embargo, un análisis más pormenorizado introduce sensibles matizaciones a esta valoración.

En primer lugar, una mejor aproximación al verdadero esfuerzo de consolidación fiscal realizado debe tener en cuenta las fluctuaciones económicas, ya que en el presupuesto público determinadas partidas fluctúan estrechamente vinculadas a la posición cíclica de la economía. Así, en una situación de estancamiento o recesión, determinados gastos crecen muy rápidamente, como sucede en el caso de los asociados al desempleo, mientras que determinados ingresos se ralentizan o descienden. Lo contrario sucede en caso de expansión económica. A través de una serie de correcciones es posible estimar el *saldo presupuestario ajustado cíclicamente* (saldo estructural o ajustado) que da una idea más precisa de la situación presupuestaria del país en cuestión.

Así, aunque aparentemente el grueso del esfuerzo de consolidación se realizó entre los años 1994 y 1997, para posteriormente moderarse, lo cierto es que purgado de los efectos cíclicos, el periodo de ajuste se inicia realmente dos años antes, en 1992. Si se considera que la coyuntura económica era, en los ejercicios de 1992 y 1993, extremadamente débil, se valora con mayor justicia la magnitud del esfuerzo fiscal realizado. En contraposición, desde 1998 en adelante, la reducción del déficit estructural se ha situado por debajo de la disminución del déficit público nominal, lo que indica que, aunque sin detenerse, se está limitando el grado de ajuste y se aprovecha en mayor grado el efecto cíclico.

Una segunda corrección que también resulta útil para valorar el auténtico grado y, especialmente, la composición del ajuste de las finanzas públicas es deducir del saldo presupuestario el servicio de la deuda pública, ya que el grado de discrecionalidad por parte de las autoridades en la gestión de la deuda, y por lo tanto de la carga de intereses que genera, es relativamente limitado en el corto plazo. El resultado, el llamado *saldo primario*, se puede purgar de los efectos cíclicos, obteniéndose el *saldo primario estructural o ajustado*. Del análisis pormenorizado de la reducción del déficit estructural se pueden extraer conclusiones más fiables sobre el tipo de ajuste realizado (véase el cuadro 11.1).

De entrada, es posible diferenciar tres tipos de estrategias de ajuste estructural distintas. Ciertos países (Grecia, Francia, Irlanda, Italia y Portugal) siguieron, a lo largo de los noventa, una estrategia basada fundamentalmente en el incremento de los ingresos. Finlandia optó por concentrarse en la disminución del gasto. Los restantes países de la eurozona (Austria, Bélgica, Países Bajos, Alemania y España) aplicaron una estrategia combinada que pasó de centrarse en los ingresos a hacerlo en los gastos. Esta misma estrategia combinada fue la que siguió la zona del euro considerada globalmente.

Por países, Italia y Grecia centraron su proceso de ajuste en el incremento de los impuestos, aunque el primero también actuó en el control del gasto estructural, objeto de un tercio del ajuste presupuestario aproximadamente. Cabe destacar que el ajuste del gasto no se benefició del menor servicio de la deuda. Francia, por su parte, se situó en una situación intermedia entre Grecia e Italia, ya que el aumento de la presión fiscal se vio acompañado de un cierto control del gasto estructural, si bien menor que en el país transalpino. Irlanda y Portugal ofrecen una composición del reajuste presupuestario singular, ya que junto a un importante esfuerzo recaudatorio muestran un aumento, no una disminución como en los anteriores países, del gasto estructural (que no es aún mayor debido al beneficioso efecto del menor servicio de la deuda). Finlandia fue capaz de seguir una virtuosa senda de reducción de los impuestos y fuerte reducción del gasto primario estructural, una estrategia atípica entre los países del euro.

Los restantes países (Austria, Bélgica, Países Bajos, Alemania y España) y la zona del euro en su conjunto ofrecen, con ciertas excepciones, una primera etapa de ajuste presupuestario moderado que en la mayor parte de casos alcanza hasta 1993. Este ajuste suave se realizó mediante un cierto esfuerzo por el lado de los ingresos fiscales. Paradójicamente, en todos los países se produjo simultáneamente un aumento del gasto estructural, tanto el primario como el derivado del mayor servicio de la deuda. A partir de 1994, el grado de ajuste presupuestario se intensifica, con la excepción de los Países Bajos. La vía para alcanzar esta corrección es la mejora en el control del gasto (reducción del gasto estructural primario y del servicio de la deuda).

Por lo que se refiere a la deuda pública, el segundo de los criterios de convergencia recogidos en el Tratado de Maastricht, su evolución durante los

COMPOSICIÓN DE LA CONSOLIDACIÓN FISCAL EN LOS AÑOS NOVENTA EN LA ZONA DEL EURO

		Periodo ⁽¹⁾	Reducción del déficit estructural ⁽²⁾
<i>Estrategia basada en los ingresos</i>			
Grecia		1990-1998	11,8
Francia		1995-1997	3,3
Irlanda		1990-1994	2,3
Italia		1991-1997	9,4
Portugal		1992-1996	3,6
<i>Estrategia basada en los gastos</i>			
Finlandia		1993-1999	4,0
<i>Estrategia combinada</i>			
Austria	1ª Fase: aumento de los ingresos	1995-1996	1,3
	2ª Fase: control del gasto	1997	2,2
Bélgica	1ª Fase: aumento de los ingresos	1992-1993	1,7
	2ª Fase: control del gasto	1994-1996	3,6
Países Bajos	1ª Fase: aumento de los ingresos	1991-1993	4,3
	2ª Fase: control del gasto	1994-1997	1,7
Alemania	1ª Fase: aumento de los ingresos	1992-1993	1,4
	2ª Fase: control del gasto	1994-1997	1,7
España	1ª Fase: aumento de los ingresos	1992-1993	-0,3
	2ª Fase: control del gasto	1994-1997	3,5
Zona del euro	1ª Fase: aumento de los ingresos	1992-1993	0,7
	2ª Fase: control del gasto	1994-1997	3,1

Notas: (1) El periodo de análisis se ha seleccionado de manera que durante él se produzca una mejora continuada del saldo primario estructural.

(2) Las cantidades positivas indican reducción del déficit, mientras que las negativas indican aumento.

Fuente: Comisión Europea.

noventa, expresada como porcentaje del PIB, no se estabilizó hasta 1996, para empezar a disminuir a partir de 1997. Se aprecia, por lo tanto, un retardo entre el descenso del déficit y la disminución de la deuda. Este efecto se debe al hecho de que si el tipo de interés es mayor que el crecimiento del PIB, la ratio de la deuda sobre el PIB tenderá a aumentar, a no ser que exista un nivel de superávit primario suficientemente alto, unas condiciones que se dieron a partir de 1996.

Reducción debida a mejora de ingresos estructurales ⁽²⁾	Reducción debida a control de gastos estructurales ⁽²⁾	De la cual:	
		Reducción debida a control de gastos estructurales primarios ⁽²⁾	Reducción debida a menor servicio de la deuda ⁽²⁾
11,1	0,7	1,0	-0,3
2,6	0,7	0,9	-0,2
3,0	-0,7	-2,5	1,8
6,4	3,1	3,1	0,0
7,4	-3,8	-6,1	2,3
-4,6	8,5	9,5	-1,0
2,3	-1,0	-0,8	-0,2
-0,4	2,7	2,3	0,4
2,9	-1,2	-0,5	-0,7
1,4	2,1	0,2	1,9
4,2	0,2	0,4	-0,2
-4,5	6,2	5,4	0,8
3,3	-1,9	-1,3	-0,6
1,5	0,3	0,7	-0,4
3,9	-4,1	-2,8	-1,3
-1,4	4,8	4,6	0,2
3,1	-2,4	-1,8	-0,6
0,7	2,4	2,0	0,4

11.2. Las finanzas públicas bajo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Los años 1999 y 2000 han sido los dos primeros que han funcionado bajo el esquema del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Aparentemente, la evolución del déficit público ha sido claramente compatible con las disposiciones del Pacto y se puede valorar positivamente. El déficit público del con-

junto de la zona se ha reducido en 1,4 puntos del PIB desde 1998, aunque todavía no se ha alcanzado el equilibrio (en 2000 el déficit público fue de siete décimas).

Sin embargo, los datos detallados (véase el cuadro 11.2) muestran que la reducción del déficit se ha aprovechado notablemente de la positiva coyuntura económica. Prácticamente todos los países de la UEM se han visto muy beneficiados por la reducción del servicio de la deuda, hasta el punto de que en cinco de ellos (Bélgica, España, Irlanda, Italia y Portugal) la mitad o más de la reducción del déficit se explica por este concepto. Para el conjunto de la zona, exactamente la mitad de la disminución del déficit se debe a la caída del servicio de la deuda. Los mayores ingresos fiscales (a excepción de

Cuadro 11.2

FINANZAS PÚBLICAS DE LA ZONA DEL EURO EN 2000 Y 1999

Porcentaje sobre el PIB

	Saldo presupuestario 2000 ⁽¹⁾	Reducción déficit público desde 1998 ⁽²⁾	De la cual debido a:			Saldo presupuestario estructural 2000 ⁽¹⁾	Deuda pública 2000
			Mayores ingresos ⁽²⁾	Reducción del gasto primario ⁽²⁾	Reducción del servicio de la deuda ⁽²⁾		
Bélgica	0,0	0,9	0,0	0,2	0,7	-0,2	110,8
Alemania	-1,0	1,1	0,4	0,4	0,3	-0,8	60,3
España	-0,4	2,2	0,4	0,7	1,0	-0,8	60,7
Francia	-1,4	1,3	0,6	0,5	0,3	-1,4	58,0
Irlanda	4,5	2,4	0,4	0,8	1,3	3,1	38,9
Italia	-1,5	1,3	-0,7	0,5	1,5	-1,3	110,3
Luxemburgo	5,3	2,1	0,1	1,9	0,1	4,3	5,3
Países Bajos	1,3	2,0	1,0	0,4	0,8	0,7	56,2
Austria	-1,5	0,7	-1,5	2,0	0,2	-1,5	62,9
Portugal	-1,7	0,6	1,4	-1,2	0,4	-2,1	54,1
Finlandia	6,7	5,4	0,6	4,0	0,8	5,1	44,0
Grecia	-0,9	2,2	2,4	-0,7	0,6	-0,8	103,9
Zona del euro	-0,7	1,4	0,2	0,6	0,7	-0,7	69,9

Notas: A fin de asegurar la comparabilidad con las cifras de 1998, los ingresos por subastas de licencias UMTS han sido excluidos.

(1) Un signo positivo (negativo) indica superávit (déficit) presupuestario.

(2) Un signo positivo (negativo) indica mejora (empeoramiento) de la situación presupuestaria respecto a 1998.

Fuentes: Comisión Europea y elaboración propia.

Austria e Italia, donde éstos han reducido su aportación) y una cierta minoración del gasto primario (menos en Portugal y Grecia), permiten prolongar la senda de reducción del déficit. Finlandia, que ya había exhibido la estrategia más virtuosa de reducción de los desequilibrios públicos en los años del ajuste, ha sido capaz de reducir en cuatro puntos del PIB el gasto primario, más de seis veces el promedio de la eurozona.

Cuando se elimina el efecto cíclico, se pone en evidencia que únicamente Irlanda, Luxemburgo, los Países Bajos y Finlandia disfrutaban de un superávit presupuestario estructural. Asimismo, si se analiza cómo se ha reducido el déficit público presupuestario entre 1999 y 2000, medido mediante la evolución del saldo primario estructural, sólo España, Irlanda, Austria, Portugal, Finlandia y Grecia han aprovechado el crecimiento económico para intensificar su ajuste y no para relajarlo, como por el contrario han hecho Italia, Alemania y los Países Bajos.

En relación con la *deuda pública*, su evolución decreciente ha proseguido como consecuencia de la combinación de los déficit públicos más reducidos que se han producido en los años precedentes, el crecimiento económico y la decisión de destinar los ingresos provenientes de las licencias de tercera generación a reducir la deuda. Cabe recordar la importante cuantía que dichos ingresos atípicos representaron en la zona del euro en 2000 (1,1% del PIB), con subastas en Alemania, Italia, Países Bajos, Austria y, en menor grado, en 2001 (0,1% del PIB), con una subasta en Bélgica.

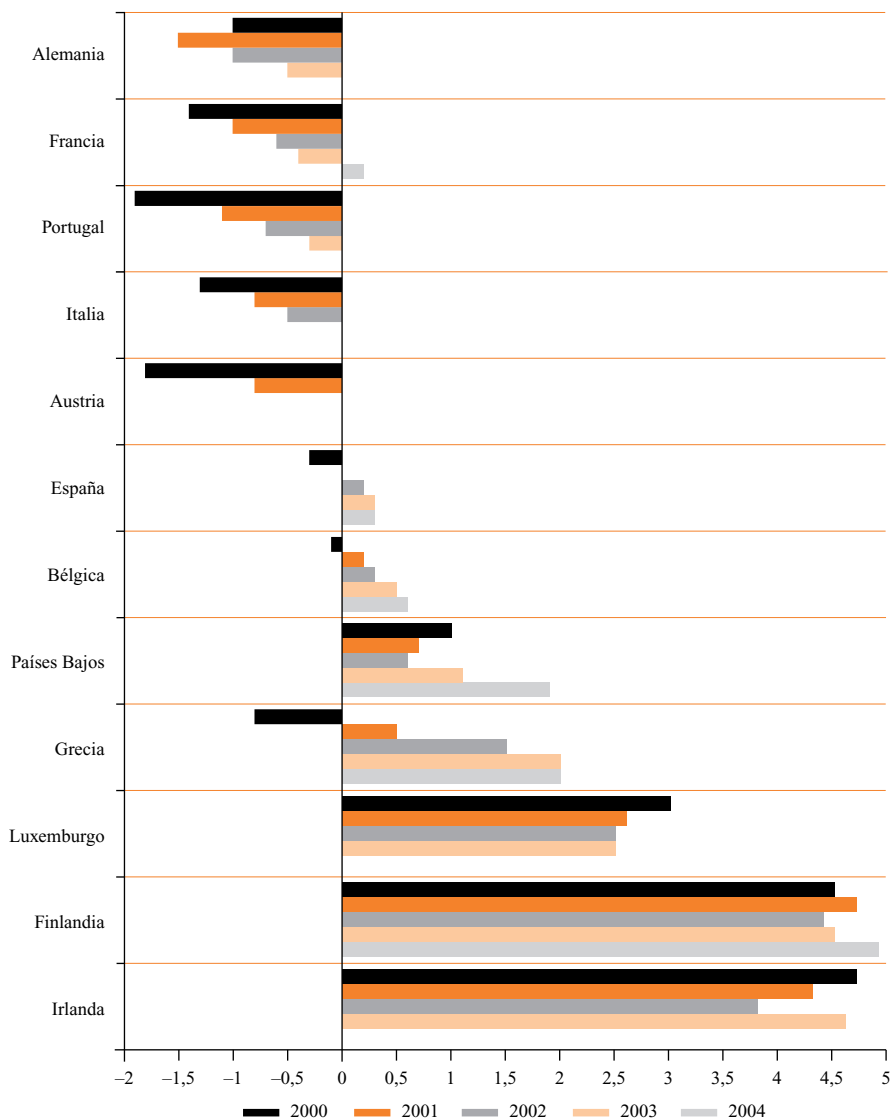
11.3. Las perspectivas presupuestarias a medio plazo: los programas de estabilidad

Ante esta relativa laxitud en el control presupuestario que se ha venido constatando en los últimos años, cabe preguntarse si la evolución a medio plazo será compatible con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en el escenario de menor ritmo de mejora anteriormente apuntado. Partiendo de los programas de estabilidad y crecimiento nacionales (véase el gráfico 11.2) se verifica que la evolución prevista a medio plazo es muy satisfactoria, ya que la zona del euro en su conjunto alcanzaría un ligero superávit presupuestario de un 0,1% del PIB en 2003. En el año 2004, si se realizasen las hipótesis

Gráfico 11.2

DÉFICIT PÚBLICO PREVISTO EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD NACIONALES. 2000-2004

Porcentaje sobre el PIB



Nota: La información utilizada incorpora los programas de estabilidad nacionales revisados hasta marzo de 2001. Los signos positivos (negativos) indican superávit (déficit) público.
Fuente: Comisión Europea.

contempladas en los programas de estabilidad, todos los países miembros de la zona de la moneda única disfrutarían de una situación de superávit o de equilibrio presupuestario, un hito en la historia económica reciente.

¿Hasta qué punto son las previsiones anteriores suficientes para mantener las finanzas públicas en línea con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento? Éste establece como criterio general el mantener un saldo presupuestario cercano o superior al equilibrio y disponer de un margen suficiente para evitar, en los movimientos cíclicos de la economía, superar el umbral de déficit público del 3% del PIB.

A falta de mayor definición legal, la Comisión Europea ha estimado dicho margen. Para ello, ha calculado la sensibilidad del déficit público de cada estado a las fluctuaciones y la volatilidad de las economías (la tendencia a sufrir mayores o menores movimientos cíclicos). En relación con las fluctuaciones, las estimaciones de la Comisión establecen, para el conjunto de la zona del euro, que una caída de un punto del PIB genera un empeoramiento de medio punto en el saldo presupuestario. La volatilidad se aproxima con un cálculo de la propia Comisión de la brecha del PIB (diferencia entre el crecimiento realmente alcanzado y el crecimiento potencial de una economía, conocida como *output gap*), que permite incorporar la importancia y la frecuencia de las fluctuaciones cíclicas. El producto de ambos componentes es el *margen de seguridad*. Los valores del margen de seguridad, expresados como saldo estructural, varían en función del país; aunque con la excepción del caso finés, se sitúan en valores de déficit estructural del orden del 1% del PIB (véase el cuadro 11.3).

De la comparación entre las previsiones de saldo público estructural que maneja la Comisión para 2001 y 2002 y el margen de seguridad se deriva que la mayor parte de los países disponen de una posición presupuestaria suficientemente holgada para hacer frente a un ciclo adverso. De hecho, de la aplicación estricta del criterio de la Comisión se deriva que únicamente Alemania, Portugal e Italia se encuentran en una situación potencialmente limitada para afrontar situaciones cíclicas comprometidas. Aunque este resultado se obtiene de una traslación directa de las estimaciones de la Comisión, ellas mismas sujetas a cierto grado de discrecionalidad en los supuestos de partida adoptados, la conclusión que subyace es que los esfuerzos fiscales realizados

MARGEN DE SEGURIDAD EN LA APLICACIÓN DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Porcentaje sobre el PIB

	Margen de seguridad	Saldo público estructural	
		2001	2002
Bélgica	-1,0	0,2	0,3
Alemania	-1,1	-1,6	-1,3
Grecia	-1,4	-0,3	-0,2
España	-0,4	-0,2	0,0
Francia	-1,5	-1,2	-1,0
Irlanda	-0,9	2,8	2,8
Italia	-1,2	-1,3	-1,2
Países Bajos	-0,1	0,2	0,9
Austria	-1,3	-0,7	0,0
Portugal	-0,6	-1,7	-1,6
Finlandia	1,3	3,9	4,1

Nota: Un signo positivo (negativo) indica superávit (déficit) público.

Fuente: Comisión Europea.

han permitido satisfacer en gran medida los exigentes niveles que una lectura estricta de los criterios comunitarios requiere.

En cualquier caso, el alto grado de exigencia formal, y económica, que se deriva de los Tratados, y en consecuencia lógica la de su garante, la Comisión Europea, ha sido muy matizada por las valoraciones políticas del ECOFIN, que ha considerado reiteradamente que los programas de estabilidad dotan a las finanzas públicas de la UE de un margen de actuación suficiente en el medio plazo en caso de coyunturas adversas, incluso en los países que anteriormente se han señalado como con menor margen de maniobra frente a situaciones cíclicas negativas.

Resumen

Dentro de la coordinación de las políticas económicas, la corrección de los elevados déficit públicos que se registraban al inicio de la década de los noventa se convirtió en objetivo primordial dentro del proceso de la UEM. El Tratado estableció como criterios de acceso a la moneda única la ausencia de déficit excesivos y la contención de la deuda pública. Además, establecía el procedimiento de déficit excesivo, que tras su plasmación en lo que conocemos como Pacto de Estabilidad y Crecimiento, ha presionado a los estados para que regresen a la senda del equilibrio presupuestario. A lo largo de la década de los noventa la reconducción de los déficit públicos ha sido muy importante, pasando de niveles próximos al 6% en los primeros años de la misma, a menos de un punto porcentual en 2000. Las estrategias han variado según países. Algunos han puesto énfasis en la reducción del gasto, otros en el incremento de ingresos y el resto han aplicado estrategias combinadas. Hay que notar, sin embargo, una relajación del esfuerzo de reducción del déficit en años más recientes, puesto que la bonanza económica ha permitido una mejora de las cuentas públicas sin necesidad de seguir aplicando la disciplina de años anteriores. El súbito empeoramiento de las perspectivas económicas a finales de 2001 preocupa en la medida en que algunos países todavía no han completado su ajuste hasta el nivel de déficit que les sitúe al abrigo de los efectos de una mala coyuntura.

XII. El euro y el sistema financiero

La introducción de la moneda única a principios de 1999 supuso una revolución en los mercados financieros europeos. Hasta dicha fecha, las monedas nacionales configuraban unos mercados monetarios y financieros que, si bien eran muy permeables, estaban lejos de constituir un único mercado. El euro supone una ayuda inestimable en el esfuerzo de creación de un único mercado financiero, dentro de una transformación que de todos modos se enmarca en un proceso de internacionalización estimulado por las nuevas tecnologías y la desregulación. En este capítulo se revisan estos temas, intentando evaluar la trascendencia de la moneda única en el actual contexto financiero.

12.1. La integración de los mercados financieros

El lanzamiento del euro tiene importantes efectos directos e indirectos en los mercados financieros europeos. En primer lugar, cabe señalar que elimina el riesgo de tipo de cambio en once mercados financieros nacionales de Europa, doce a partir del año 2001. Esto comporta la práctica igualdad de los tipos de interés en el área del euro al estar dirigidos por una política monetaria única. Asimismo, la implantación de la moneda única en los mercados financieros ya desde 1999 al efectuarse las cotizaciones en euros aumentó la transparencia al facilitar la comparación de los precios de los activos, tendiendo a aumentar la competencia.

De este modo, en general los mercados financieros europeos han aprovechado las ventajas que ha aportado el euro tendiendo a una mayor integración. Pero ésta ha sido diversa por segmentos. Así, en el mercado interbancario y en los derivados de tipos de interés a corto plazo, como se ha analizado en la primera parte, la integración ha sido muy intensa. Sin embargo, en otras parcelas de los mercados financieros, aunque todos han experimentado una sacudida, los avances han sido dispares.

La meta de conseguir unos mercados financieros comparables a los de Estados Unidos sólo se ha alcanzado parcialmente. La estructura financiera de la zona del euro no ha variado sustancialmente en los últimos años, aunque se observa un mayor desarrollo de los mercados de valores privados. Los resultados, no obstante, son lógicos si se tiene en cuenta que con el euro ha desaparecido la barrera de la moneda, pero que subsisten otras como las distintas legislaciones, y diferentes normativas fiscales y de procedimientos. En cambio, los progresos tecnológicos, especialmente en telecomunicaciones e informática, han colaborado en la integración de los mercados financieros al facilitar las operaciones transfronterizas. Asimismo, la presión de la demanda para reducir los costes de las transacciones financieras también ha sido un importante factor impulsor de la transformación de los mercados financieros al favorecer el aprovechamiento de las economías de escala y de alcance.

12.2. El 'boom' de las emisiones de renta fija en euros

Tras el advenimiento de la moneda única el *mercado europeo de bonos* ha alcanzado al estadounidense en términos de nuevas emisiones. No obstante, su tamaño total es sensiblemente menor que el norteamericano, a pesar del aumento del saldo vivo de las emisiones de bonos en euros.

Una de las sorpresas que deparó el inicio de la tercera fase de la UEM fue el pronto éxito del euro en el mercado internacional de bonos. Así, en 1999 las emisiones de bonos en euros en los mercados internacionales se doblaron en relación con 1998, arrebatando el liderazgo al dólar en el segmento de la renta fija. No obstante, la divisa norteamericana recuperó al año siguiente su preeminencia, aunque las emisiones en euros siguieron siendo

Cuadro 12.1

ESTRUCTURA FINANCIERA COMPARADA DE LA ZONA DEL EURO

Porcentaje sobre el PIB

1998						
	Depósitos bancarios	Deuda interior				Capitalización bursátil
		Emitida por empresas	Emitida por instituciones financieras	Emitida por el sector público	Total	
Zona del euro	78,6	2,6	31,6	54,1	88,3	60,5
Estados Unidos	52,8	22,8	36,9	84,1	143,8	140,5
Japón	117,1	16,5	20,2	89,2	126,0	104,5

Fuentes: BCE, FMI, BPI, Eurostat, OCDE y elaboración propia.

considerables. En un primer momento fueron las grandes empresas las que supieron explotar más rápidamente las nuevas oportunidades que presentaba la creación de un mercado de renta fija más amplio, profundo y líquido, con grandes emisiones.

En general, las emisiones de renta fija privada en euros aumentaron considerablemente en los primeros años de la moneda única, gracias en parte al proceso de fusiones y adquisiciones empresariales estimulado por el

Cuadro 12.2

EMISIONES NETAS INTERNACIONALES DE RENTA FIJA POR MONEDAS

Miles de millones de dólares

	1998	1999	2000
<i>Instrumentos monetarios</i>			
En dólares de Estados Unidos	6,1	1,4	48,9
En euros	2,4	53,4	22,7
En yenes	-2,1	1,1	2,2
<i>Bonos y obligaciones</i>			
En dólares de Estados Unidos	404,3	544,6	569,5
En euros	219,9	533,7	443,4
En yenes	-24,7	-8,2	30,9
<i>Total</i>			
En dólares de Estados Unidos	410,4	546,0	618,4
En euros	222,3	587,1	466,1
En yenes	-26,8	-7,1	33,1

Fuentes: BPI y elaboración propia.

2000

Depósitos bancarios	Deuda interior				Capitalización bursátil
	Emitida por empresas	Emitida por instituciones financieras	Emitida por el sector público	Total	
77,7	4,8	30,3	52,5	87,6	86,5
55,4	23,7	40,6	80,4	144,8	150,3
103,0	16,0	16,0	94,8	126,7	113,8

euro, observándose un incremento de la diversificación de los emisores, si bien se concentraba en algunos sectores. No obstante, las emisiones de instrumentos de renta fija por parte de las empresas no financieras de la zona del euro siguieron representando una parte pequeña de la financiación total obtenida por este sector.

La ola de fusiones y adquisiciones que siguió al lanzamiento del euro promovió el desarrollo del segmento del mercado de renta fija de elevada rentabilidad, emitida por empresas de calificaciones crediticias bajas. De todos modos, este mercado sigue siendo de poca entidad en comparación con su homólogo estadounidense.

En cuanto al *mercado de la deuda pública*, las transformaciones han sido sustanciales, si bien subsisten ligeras diferencias fiscales y de normativa. A principios de enero de 1999 se produjo la redenominación de los valores soberanos y las emisiones negociables subsiguientes se realizaron en euros. En el segmento primario se ha producido una convergencia de composición de la deuda por tipo de instrumento y plazo, de procedimientos, y ha aumentado la competencia entre los distintos Tesoros. Los de los países pequeños han reducido las emisiones y las han concentrado en algunos plazos para elevar la liquidez.

El bono del Estado alemán a 10 años se ha consolidado como el de referencia a largo plazo en la zona del euro, concentrando la liquidez, puesto que los inversores norteamericanos y japoneses han tendido a considerar el

mercado de bonos públicos de la zona del euro como único, pero favoreciendo a los bonos alemanes. Es interesante señalar que desde principios de 1999 la correlación entre las rentabilidades diarias de los bonos a 10 años alemanes y norteamericanos se ha reducido desde 0,9 hasta 0,6, aunque sigue siendo alta.

La concentración de la liquidez en el mercado alemán ha tenido consecuencias desfavorables para los mercados de deuda pública de los países más pequeños, que han visto como a partir de 1999 los diferenciales de tipos de interés con los bonos homólogos de Alemania aumentaban, por ejemplo, en unos 20 puntos básicos en el caso de Austria, que goza, por otra parte, de la máxima calificación crediticia, al igual que Alemania.

Para evitar estas distorsiones, un informe encargado por la Comisión Europea y dirigido por el experto Giovannini propuso en noviembre del año 2000, entre otras medidas, el establecimiento de una central conjunta de anotaciones y de compensación, así como la creación de un contrato conjunto de futuros de tipos de interés de largo plazo con bonos entregables de todos los países emisores con máxima calificación crediticia.

Nuevas *plataformas de negociación electrónica*, tanto en el ámbito internacional como local, han contribuido a una contratación de la deuda pública más eficiente en el área del euro. Entre ellas cabe mencionar la plataforma de negociación electrónica mayorista EuroMTS, que al principio, en marzo de 1999, negociaba los bonos del estado más líquidos de Alemania, Francia e Italia, y más tarde también de Austria, los Países Bajos, Bélgica, España, Portugal, Finlandia y Grecia.

En el campo de la *compensación y liquidación de valores* la adopción del euro también constituyó un revulsivo. Los costes por estos conceptos en Europa eran elevados con relación a Estados Unidos y la presión por una mayor eficiencia ha conducido a procesos de integración que proporcionasen además mayor calidad y servicio. En este ámbito es destacable la constitución de Clearstream por Cedel, propiedad de un consorcio de instituciones financieras internacionales, y Deutsche Börse de Francfort, originando una gran empresa transeuropea de compensación y liquidación de valores mobiliarios. Euroclear es la otra gran empresa dominante en el ámbito paneuropeo. Las

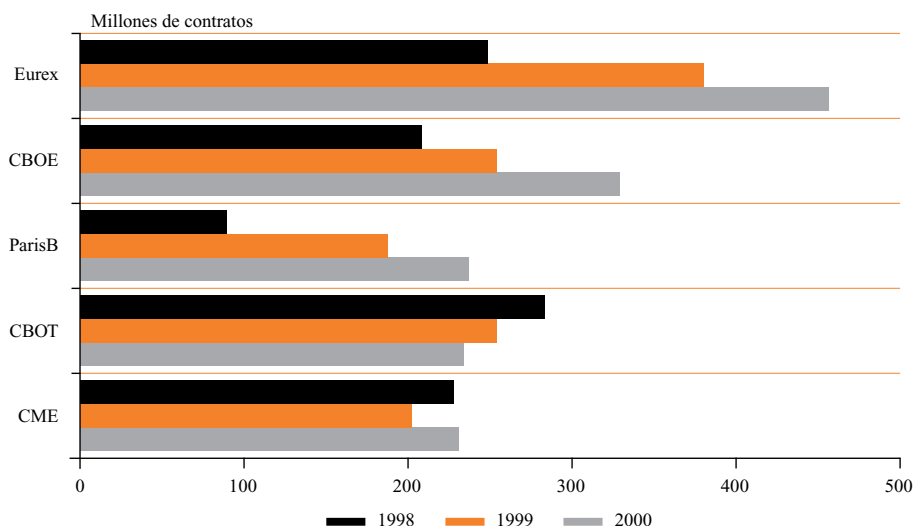
transformaciones han alcanzado todo el espacio europeo. En España, por ejemplo, se produjo la compra de Espaclear, sociedad de compensación y liquidación de la renta fija privada, por la Sociedad de Compensación y Liquidación de Valores propiedad de las bolsas. Posteriormente, se constituyó Iberclear para fusionar a ésta con la Central de Anotaciones del Banco de España, que gestiona el registro y la liquidación de la deuda pública. En general, ha aumentado el número de enlaces entre las sociedades de compensación y liquidación de valores mobiliarios de la zona del euro, lo que es un factor clave en la integración de los mercados financieros de esta área. Por otro lado, cabe remarcar una tendencia hacia la constitución de contrapartidas centrales en los mercados de valores europeos. Éstas son entidades que aseguran la liquidación de las obligaciones contraídas en la negociación por compradores y vendedores, al estilo de las cámaras de los mercados de derivados.

Cabe señalar que en España la constitución de Iberclear se inscribe en un proceso más amplio de integración de los mercados financieros españoles. Así, en abril de 2001 se anunció la agrupación de los mercados de derivados españoles de renta fija y variable con los mercados secundarios de renta fija privada Aiaf y de deuda pública Senaf, creando el Holding de Mercados Financieros. A su vez, en junio de 2001 las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, junto con Meff, Aiaf, Senaf, Iberclear y el mercado de derivados sobre cítricos firmaron un protocolo para la constitución del holding Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. El objetivo de esta medida es la unión de sus fuerzas para mejorar su competitividad en Europa.

Los *mercados de derivados* también han estado en ebullición en los últimos años. Los efectos de la introducción del euro han sido particularmente significativos en los mercados de futuros de renta fija. Así, la plataforma Eurex, empresa conjunta de Deutsche Börse de Francfort y la suiza Swiss Exchange constituida en 1998, ha acaparado la liquidez del principal contrato de renta fija a largo plazo en el área del euro, sobre los bonos alemanes a diez años. Gracias a éste y a otros contratos se ha encaramado hasta el primer puesto de las bolsas de derivados mundiales por número de contratos en el año 2000. Esta bolsa cuenta con la alianza del mercado Cbot de Chicago. Por otro lado, los mercados de futuros de París y Meff español for-

Gráfico 12.1

VOLUMEN DE CONTRATACIÓN EN LOS PRINCIPALES MERCADOS DE DERIVADOS



Fuentes: FOW TRADE, Futures Industry Association y BPI.

man junto con otras bolsas de derivados como el Cme de Chicago y el mercado de futuros de Singapur la alianza Globex.

12.3. La internacionalización de las carteras de los inversores

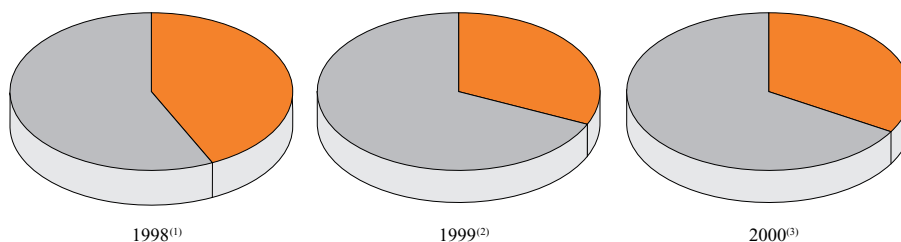
La supresión de la prima de riesgo de cambio en el área de la moneda única ha impulsado la diversificación de las carteras en euros de los inversores. Los avances tecnológicos y una mayor armonización legal en el ámbito europeo han facilitado la diversificación, a la que también ha contribuido la eliminación de restricciones de inversión para los inversores institucionales de algunos países. Así, las carteras tienden a distribuirse por sectores paneuropeos, más que por países.

La adopción del euro ha reforzado la estabilidad del marco macroeconómico y ha afianzado las expectativas de baja inflación a medio plazo. Así,

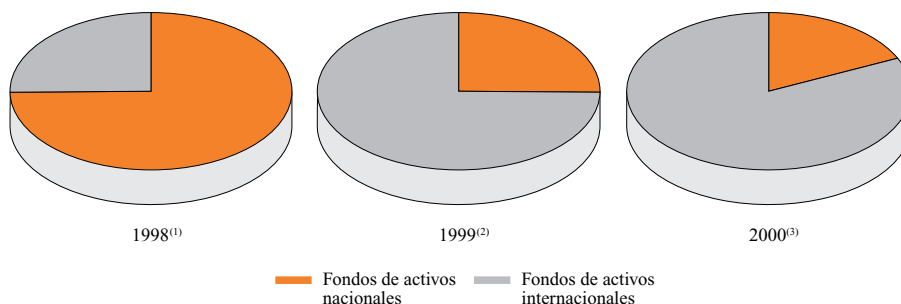
INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO

Participación sobre el total de activos

Fondos de renta variable



Fondos de renta fija a medio y largo plazo



Notas: (1) No incluye Luxemburgo, Irlanda ni Italia.

(2) No incluye Luxemburgo ni Irlanda.

(3) No incluye Luxemburgo, Irlanda ni los Países Bajos.

Fuentes: EFIFC y elaboración propia.

ha estimulado la inversión financiera de las familias en productos de seguros, participaciones en fondos de inversión y planes de pensiones privados.

Por otra parte, en los últimos años la financiación mediante la emisión de acciones tendió a aumentar en la zona del euro. Además, las colocaciones de acciones han sido más diversificadas. El número total de empresas cotizadas en los mercados bursátiles de los países de la zona del euro aumentó considerablemente.

En el último periodo se han desarrollado numerosos *mercados bursátiles* para las denominadas empresas con alto potencial de crecimiento. El euro ha facilitado la colaboración transfronteriza entre estos mercados. Así, se constituyó la alianza EURO.NM, integrada por Le Nouveau Marché (París), Neuer Markt (Francfort), NMAX (Amsterdam), EURO.NM Belgium (Bruselas) y el Nuovo Mercato (Milán). En los primeros meses de vida de esta alianza tanto el número total de empresas cotizadas como la capitalización del mercado experimentaron un fuerte incremento. Posteriormente, el estallido de la burbuja financiera de las empresas tecnológicas lógicamente también afectó a estos mercados. En este campo, el mercado tecnológico norteamericano Nasdaq, dentro de su estrategia globalizadora, en marzo de 2001 compró el mercado Easdaq y lo relanzó bajo la marca Nasdaq Europe.

La tercera fase de la UEM también provocó un terremoto en las estructuras de los mercados bursátiles europeos más tradicionales. El euro facilita que la contratación de los valores más importantes se desplace hacia los mercados más líquidos y eficientes. También jugaron un papel destacable en los cambios los desarrollos tecnológicos, que, bajando las barreras de entrada, facilitaron la irrupción de plataformas de negociación electrónica alternativas a los mercados tradicionales. Éstos reaccionaron al entorno de mayor competencia para reducir los costes de las transacciones y ofrecer una mayor calidad y servicio, con el objetivo de ganar cuota de mercado. Así, las bolsas intensificaron su informatización. Asimismo, se tendió a una ampliación y homogeneización de horarios y a la adopción de un modelo dirigido por órdenes y con contrapartida central. También se tendió a la desmutualización y a cotizar ellas mismas, lo que preparó posibles alianzas o fusiones para aumentar su escala de actividad.

De todas formas, el proceso de colaboraciones estrechas no ha sido fácil por las dificultades de compatibilizar cuantiosas inversiones tecnológicas ya realizadas y por la defensa de intereses nacionales. Así, el proyecto de la constitución de una gran bolsa paneuropea iniciada por las ocho principales bolsas de la región –Londres, Francfort, Amsterdam, Bruselas, Madrid, Milán, París y Zurich– no se ha realizado. El plan de fusión de las bolsas de Londres y Francfort fracasó, y el intento de adquisición por parte del grupo sueco OM sobre el mercado londinense se frustró. En cambio, se concretó y

sigue avanzando la fusión de las bolsas de valores y de derivados de París, Bruselas y Amsterdam bajo la enseña Euronext, a la que en junio de 2001 se añadió la bolsa de Lisboa, situándose como la segunda bolsa europea por capitalización. Euronext afianzó su posición a principios de noviembre de 2001 al confirmar la compra del 51% del capital de Liffe de Londres, el segundo mercado de derivados más importante de Europa.

Euronext también se integra en el proyecto global de creación de una red mundial de negociación durante las 24 horas auspiciado por la Bolsa de Nueva York llamado Global Equity Market, el cual pretende agrupar una decena de bolsas.

Por otro lado, la constitución de la zona del euro se plasmó en la creación de *índices* que reflejan la evolución de empresas de toda la zona euro. Así, cabe mencionar algunos de la familia DJ Eurostoxx, FTSE, Morgan Stanley Capital Markets o Standard & Poor's. Sobre la base de estos índices se han creado contratos de futuros de renta variable que se negocian activamente. El índice más utilizado para el conjunto de la zona euro es el DJ Eurostoxx.

12.4. Euro y mercado financiero único

La concepción de la Unión Monetaria ha ido ligada a la creación de un mercado financiero único, aunque el establecimiento de éste es por supuesto más complejo. De hecho, ya desde los años setenta la Comunidad ha tratado de crear un mercado financiero único que abarcara la banca, los seguros y los mercados de valores. Pero hasta 1985 los avances fueron muy limitados, por la gran dificultad de armonizar realidades tan distintas de país a país. Con el desarrollo del mercado único, a partir de mediados de los años ochenta, este proceso cobró un nuevo impulso. El primer esfuerzo se centró en liberalizar los movimientos de capital, eliminando cualquier traba en los pagos o cobros entre estados miembros. Al mismo tiempo, se impulsó la armonización de las reglamentaciones nacionales en todos los aspectos de la actividad financiera. Los objetivos eran que cualquier ciudadano pudiera operar con cualquier entidad o mercado financiero comunitarios, y que las instituciones financieras pudieran instalarse libremente u operar en cualquier estado miembro.

El concepto central del mercado financiero único es la *licencia única*. Se trata de que la autorización otorgada por la autoridad del estado miembro donde está domiciliada la entidad financiera le permite a ésta ofrecer sus servicios en el resto de estados miembros, por medio de sucursales o de forma directa, sin necesidad de someterse a más trámites. Eso sí, la entidad financiera debe someterse en cualquier caso a las normas específicas contables, fiscales, prudenciales o de información estadística del estado de acogida. La licencia única se implantó más rápidamente en la *banca*, y puede considerarse que desde el 1 de enero de 1993 el mercado único bancario es una realidad. En el ámbito de los *seguros*, la armonización ha sido mucho más lenta y dificultosa, si bien directivas dirigidas a implantar la licencia única en el sector y el establecimiento de normas comunes sobre los activos de las compañías, la protección al asegurado y la información sobre el asegurador y el contrato entraron en vigor definitivamente el 1 de julio de 1994. En cuanto a los *mercados de capitales*, se trataba de crear un mercado unificado de valores mobiliarios donde emisores, intermediarios e inversores puedan actuar en toda la Comunidad tan fácilmente como en su propio mercado. La licencia única culminó con dos directivas de 1993 cuya entrada en vigor se produjo el 1 de enero de 1996 y que se referían a los servicios de inversión en valores mobiliarios y a la adecuación del capital y armonización de recursos propios de las sociedades de inversión.

Pese a la ardua labor citada, en la práctica los mercados financieros siguen segmentados, y las empresas y los consumidores encuentran dificultades para acceder a instituciones financieras establecidas en otros estados miembros. Múltiples barreras y limitaciones hacen que el ámbito nacional predomine claramente sobre los inversores y que las entidades tengan normalmente un marcado carácter nacional.

Ante esta realidad, el Consejo Europeo ha impulsado un *Plan de Acción* que deberá estar culminado en 2005, al reconocer que unos mercados financieros eficientes tienen un papel central en la competitividad europea a largo plazo y para el desarrollo de la nueva economía. El énfasis se pone en facilitar el acceso de las empresas a los mercados de capitales, en especial las pequeñas y medianas; eliminar las barreras a la inversión de los fondos de pensiones; mejora del funcionamiento de los mercados de deuda pública;

aumentar la comparabilidad de los estados financieros de las empresas; intensificar la cooperación entre los reguladores de los mercados financieros; avanzar en las propuestas sobre ofertas públicas de adquisición, reestructuración y saneamiento de las entidades de crédito y compañías de seguro. Asimismo, se esperan avances importantes en la regulación del comercio electrónico, dinero electrónico y venta a distancia de servicios financieros.

Resumen

La creación del euro ha tenido un importante efecto de revulsivo en los mercados financieros europeos al eliminar la prima de riesgo de tipo de cambio entre las monedas participantes, así como al aumentar la transparencia facilitando la comparación de los precios de los activos. Este proceso ha permitido avanzar considerablemente en la creación de un mercado financiero integrado en el área del euro. No obstante, subsiste bastante fragmentación en numerosos segmentos de los mercados debido a barreras de tipo legal, fiscal y de procedimientos. Para superar estas trabas el Consejo Europeo impulsa un Plan que comprende un conjunto de medidas cuyo objetivo es seguir desarrollando unos mercados financieros cada vez más integrados.

Tercera parte

**EL EURO
Y LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

XIII. La economía española en el círculo virtuoso

España es uno de los doce estados miembros de la UE que han adoptado el euro como moneda nacional. Desde el momento en que se planteó la Unión Económica y Monetaria, nuestro país manifestó una decidida voluntad de estar en el primer grupo que accediera a la moneda única. La experiencia de las últimas décadas enseña que siempre que la economía española da un paso de apertura al exterior, a la larga sale ganando. Así sucedió en 1959, con el Plan de Estabilización, o en 1986, con la adhesión a las Comunidades. No podía ser distinto con el euro, el peldaño definitivo a un gran Mercado Interior. Pero el reto no era pequeño, puesto que la economía se había adaptado a una regular pérdida de valor de la peseta que compensaba un crecimiento de los costes superior al de nuestros competidores. Además, el euro exigía un saneamiento de los desequilibrios tradicionales, una tarea ciertamente ambiciosa.

A pesar de contar con una amplia mayoría de opinión favorable, la participación de España en la UEM suscitó, desde el primer momento, un vivo debate en círculos económicos y académicos en torno a los costes y beneficios de dicha integración. Las voces más críticas advertían que la rigidez de la economía española dificultaría la absorción de las denominadas *perturbaciones asimétricas* (crisis económicas de impacto desigual según países o regiones), que podrían entrañar importantes costes en materia de empleo sin el concurso de los mecanismos de ajuste monetario y cambiario.

El escaso lapso de tiempo transcurrido desde la implantación del euro no permite verificar dichos temores ni realizar afirmaciones concluyentes. Pero sí cabe esbozar algunas líneas argumentales que clarifiquen los efectos de la moneda única sobre la coyuntura reciente. Este es el objetivo de esta parte, que se inicia con un capítulo que trata de interpretar la evolución de la economía española en los últimos años a la luz de la UEM.

13.1. La cuadratura del círculo

No cabe duda de que el nuevo marco de estabilidad macroeconómica propiciado por la UEM ha reportado beneficios incuestionables a nuestro país. Tras los difíciles primeros años de la década de los noventa, la economía española se inscribió en un *círculo virtuoso* —en el que la perspectiva de la UEM tuvo mucho que ver—, que se concretó en un alto crecimiento económico sin los desequilibrios recurrentes que la atenazaron en el pasado, al margen de que, como veremos después, los resultados obtenidos se hayan desdibujado algo últimamente. Además, la voluntad de integrarse en la moneda única alentó un proceso de reformas destinado a dotar de más flexibilidad a la economía española y a aumentar la sincronización de ésta con el ciclo económico del resto de la eurozona, lo que habría reducido considerablemente la probabilidad apuntada de una crisis asimétrica adversa.

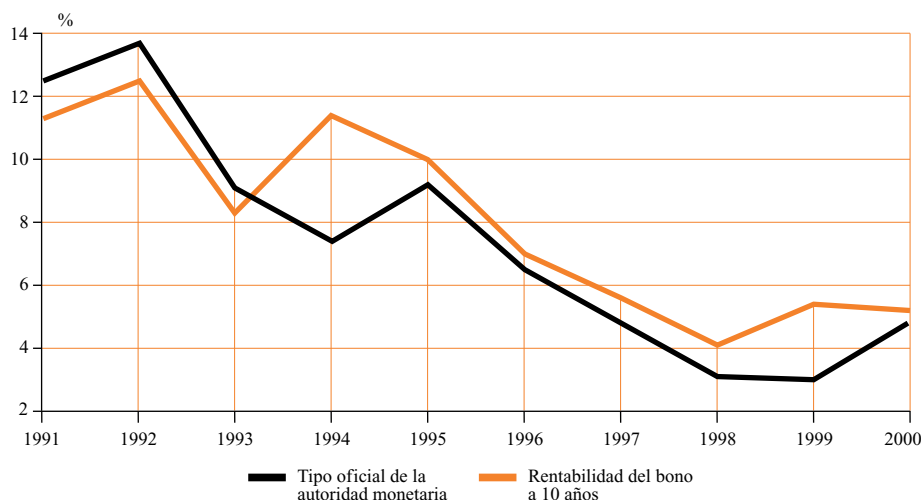
El balance de esta etapa puede partir de 1995, año en que tuvo lugar la última devaluación de la peseta. En la cumbre de la Unión Europea celebrada en Madrid en diciembre de dicho año, se aprobó el calendario de implantación de la moneda única, ratificando España la firme voluntad de participar en el proyecto desde el primer momento. La credibilidad que fue adquiriendo dicho objetivo permitió al Banco de España —que gozaba de plena autonomía para desarrollar la política monetaria desde junio de 1994— reducir progresivamente los tipos de interés, con el beneplácito expreso de los mercados, para cumplir los requisitos de convergencia exigidos.

Entre 1996 y 1998, los tipos de referencia de la autoridad monetaria se vieron recortados en más de seis puntos, hasta coincidir con los vigentes en Alemania y Francia (países que constituían el eje de la futura unión) hacia el final

Gráfico 13.1

TIPOS DE INTERÉS

Al final de cada año



Fuente: Banco de España.

del periodo citado. Los tipos a largo plazo recorrieron una trayectoria similar, hasta equipararse con los vigentes en los países centrales (salvo, lógicamente, el diferencial imputable a la solvencia del emisor y la liquidez del título).

En materia de inflación, la expectativa del acceso de España a la unión monetaria contribuyó a modificar también el comportamiento de los agentes económicos españoles, que fueron incorporando gradualmente unas pautas de moderación y rigor desconocidas hasta entonces. A mediados de 1997, la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) cayó a niveles cercanos al 1,5%, casi tres puntos menos que a finales de 1995, reduciéndose prácticamente a cero el diferencial con la media de los países candidatos a la UEM. El nivel mínimo se alcanzó hacia el final de 1998, cuando la tasa de inflación se situó en el 1,4%.

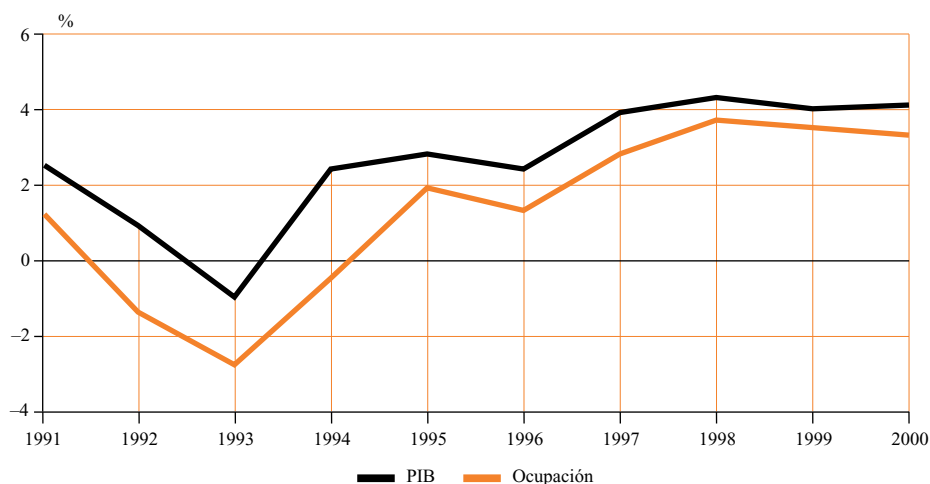
La combinación de baja inflación y menores tipos de interés se tradujo en un considerable impulso económico (entre 1996 y 2000 el producto interior bruto aumentó en torno a un 3,8% de promedio anual), que redundó

en una intensa generación de empleo (un 2,9% de crecimiento medio en estos cinco años, según los datos de la contabilidad nacional). La moderación salarial fue otra baza importante que sirvió para afianzar el nuevo modelo de crecimiento. En el periodo de 1999 a 2000, el aumento de los salarios nominales se situó por debajo de la tasa de inflación (derivando en incrementos reales negativos), hecho insólito en una fase cíclica expansiva.

Gráfico 13.2

PIB Y OCUPACIÓN

Tasas de variación



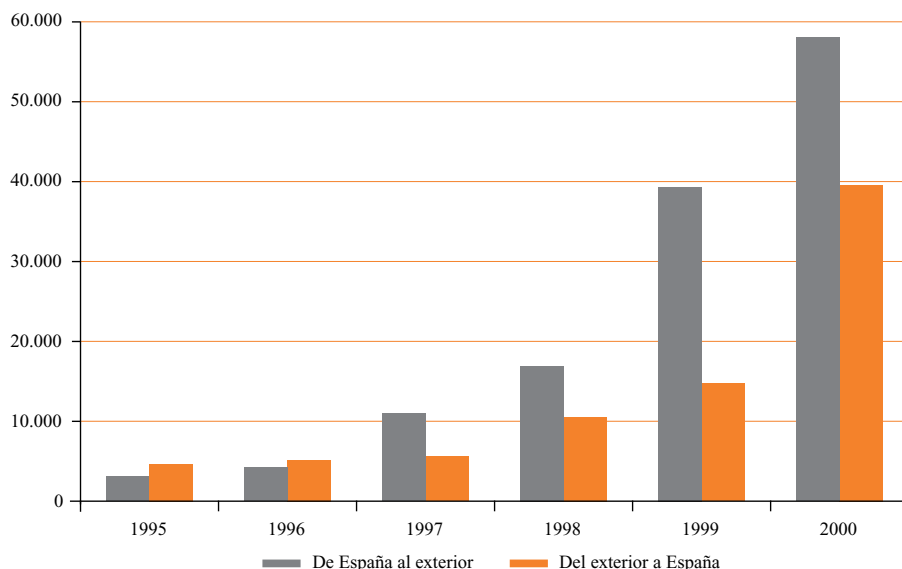
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

La incorporación de España a la UEM marcó también un punto de inflexión importante en el ámbito empresarial. Por una parte, nuestro país se consolidó como plataforma receptora de inversión extranjera, vinculada a las expectativas del reforzamiento del mercado único. Asimismo, el proceso de desregulación y las privatizaciones de grandes empresas públicas, que cobraron un nuevo impulso con el horizonte del euro, contribuyeron a la creación de unidades de gestión más eficientes, que mostraron después una clara vocación de apertura al exterior para ampliar actividades, principalmente en los sectores de telecomunicaciones, energético y financiero.

Gráfico 13.3

INVERSIÓN DIRECTA

Millones de euros



Fuente: Banco de España.

Así, en el año 2000, la inversión directa de España en el exterior rondó los 58.000 millones de euros, cifra que era más de veinte veces superior al promedio registrado en la primera mitad de la década de los noventa. La Unión Europea acaparó en dicho año casi la mitad de los fondos empleados, desbancando al área latinoamericana como el primer destino del capital español. Según el informe anual de la Conferencia de Naciones Unidas sobre el Comercio y Desarrollo, España figura como el sexto país en volumen de inversión directa transfronteriza, por delante de potencias como Japón y Canadá.

13.2. La contribución del sector público

El comportamiento del sector público ha sido también muy importante para alcanzar los objetivos previstos y consolidar el nuevo patrón de crecimiento. Entre 1995 y 2000, el déficit conjunto de las administraciones públi-

cas registró una mejora equivalente a 6,3 puntos del PIB (pasó del 6,6% sobre el PIB en 1995 al 0,3% en 2000). El esfuerzo de saneamiento de las finanzas públicas españolas fue superior, comparativamente, al que se realizó en el conjunto de la UEM, cifrado en poco más de cinco puntos sobre el PIB.

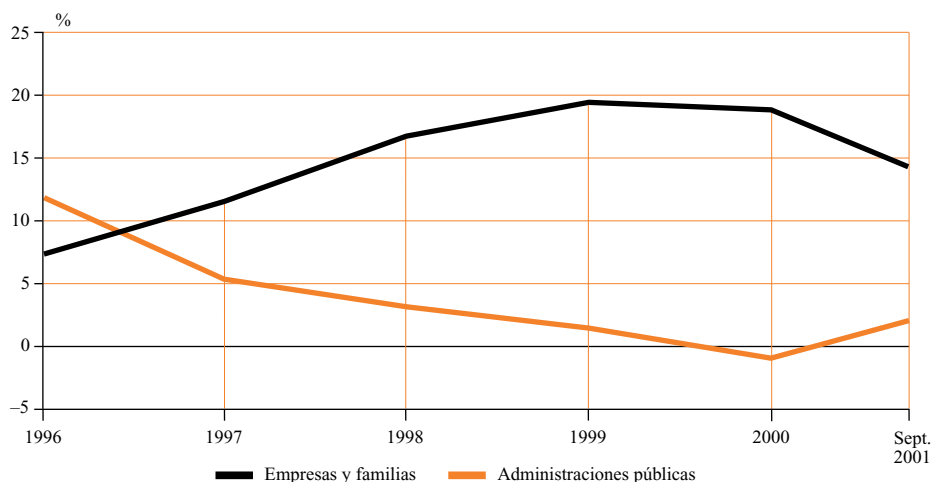
La menor apelación de las administraciones públicas a los mercados financieros, motivada por una necesidad inferior de endeudamiento (en 2000, la deuda de las administraciones públicas ascendía al 60,6% del PIB, frente al 63,9% de 1995), permitió que aumentara la financiación al sector privado de la economía (efecto conocido como *crowding in*). Así, entre 1998 y 2000, la financiación otorgada por el sistema crediticio a empresas y familias creció por encima del 18% de promedio anual, frente al 1% registrado en la destinada a las administraciones públicas.

Hay que advertir, sin embargo, que el éxito obtenido en la consolidación de las finanzas públicas –las más beneficiadas por el descenso de los tipos de interés inducido por la pertenencia a la moneda única– se debe en gran parte a determinados impulsos de carácter transitorio o cíclico. Así, la

Gráfico 13.4

FINANCIACIÓN A SECTORES RESIDENTES

Tasas de variación interanual



Fuente: Banco de España.

disminución de la carga financiera, derivada de la caída de tipos de interés y del menor endeudamiento, contribuyó en torno a unos dos puntos sobre el PIB a la reducción del déficit. La mejora del saldo primario, que excluye dicha partida, aportó los 4,4 puntos porcentuales adicionales, aunque una parte de dicho avance corresponde al aumento de la presión fiscal soportado en dicho periodo, cercano a 2,3 puntos porcentuales del PIB (35,7% en 2000, frente al 33,4% de 1995).

En definitiva, la contracción del gasto corriente se cifró en sólo un 2,1% del PIB y, lo que es más negativo, el gasto en inversión se redujo en más de un punto porcentual. La OCDE estima que, eliminando los efectos imputables al ciclo y a la disminución del pago de intereses, la mejora estructural del déficit en estos cinco años se reduce a sólo 2,6 puntos del PIB. Así pues, debería perseverarse en esta vía, máxime teniendo en cuenta las desfavorables perspectivas demográficas barajadas, que afectarán a partidas tan sensibles como el gasto sanitario o las pensiones, y las necesidades de capitalización crecientes de la economía española.

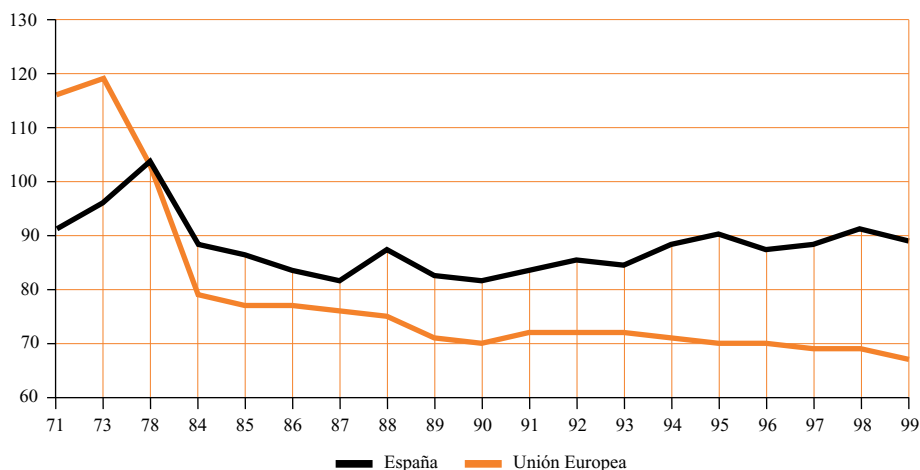
13.3. Decae el optimismo, tras la euforia inicial

Tras los éxitos iniciales, la situación empezó a complicarse a partir del *shock* petrolífero gestado en los inicios de 1999, que actuó como detonante. En el año 2000, cuando la escalada de precios llegó a su punto álgido, el coste medio de la tonelada de petróleo importado duplicaba en dólares al de 1998, y lo triplicaba en pesetas por el efecto añadido de la depreciación del euro. Teniendo en cuenta, al respecto, el nulo progreso realizado en nuestro país durante los últimos 25 años en materia de eficiencia energética, no es extraño que el impacto de la crisis fuera más intenso en España que en el resto de la eurozona. No en vano figuramos entre los países que sufren una dependencia mayor del petróleo, con un consumo por unidad de PIB que en 1999 superaba en más de un 30% al de la Europa de los quince.

El resultado de todo ello fue que los precios energéticos presionaron al alza la tasa de inflación, que al final de 2000 subió al 4,0%, la mayor de los últimos cinco años. El componente de carburantes y combustibles, directamente relacionado con el alza del crudo, contribuyó en 0,8 puntos porcen-

CONSUMO DE PETRÓLEO POR UNIDAD DE PIB

Toneladas equivalentes de petróleo por millón de dólares, a tipos de cambio de 1990



Fuente: Agencia Internacional de Energía.

tuales a dicho incremento, aproximadamente igual que los alimentos no elaborados, inmersos también en un movimiento cíclico alcista. Pero lo peor fue que las tensiones sobre los precios acabaron trasladándose paulatinamente al núcleo más estable del IPC. La denominada inflación subyacente (que no incluye los componentes más volátiles) se situó en el 3,0% hacia el final de 2000, un punto porcentual más que un año antes, y a mediados de 2001 sobrepasaba ya el 3,5%, alertando sobre las rigideces que subsisten todavía en la economía española, a pesar de los progresos realizados en los últimos años.

En el ámbito exterior, el fuerte impulso de la demanda interna determinó que el déficit comercial ascendiera al 5,1% del PIB nominal en 1999, duplicando al que se había registrado en 1997. La situación empeoró al año siguiente, debido al encarecimiento de la factura energética, que subió a más de 20.000 millones de euros (el doble que en 1999) contribuyendo a que el déficit aumentara hasta casi el 6% del PIB. El fuerte deterioro del saldo comercial motivó que el desequilibrio exterior reapareciera otra vez en las cuentas nacionales, anulando los progresos realizados en años anteriores. Al

final, en 2000, el déficit de la balanza por cuenta corriente se elevó al 3,1% del PIB (en 1997 se había anotado un superávit), y la necesidad de financiación total al 2,2%.

En la última etapa, los desequilibrios mencionados coincidieron con una paulatina ralentización del crecimiento económico, que acusaban igualmente los principales países de nuestro entorno. En el segundo trimestre de 2001, la tasa de variación interanual del PIB se había desacelerado hasta el 3,0%, por encima todavía de su nivel potencial (la OCDE lo situaba en el 2,8% de promedio entre 1994 y 2000), y manteniendo un diferencial positivo con el conjunto de la eurozona superior a un punto porcentual.

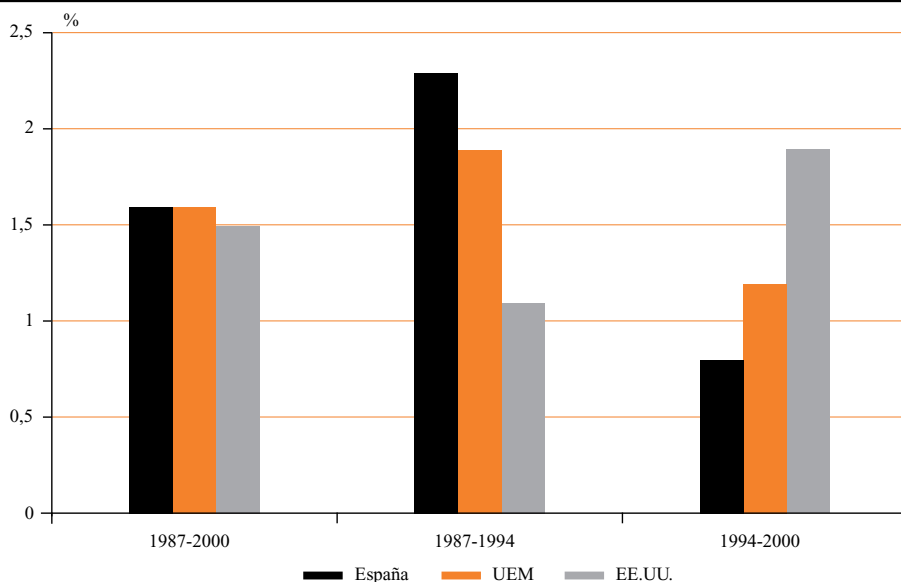
13.4. ¿Qué pasa con la productividad?

Un dato que llama poderosamente la atención es el bajo crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo (medida como cociente entre el valor añadido bruto y la población ocupada) que ha registrado la economía española en los últimos años. La OCDE fija en un 0,8% el crecimiento medio anual de dicha variable en el periodo comprendido entre 1994 y 2000, frente al 1,2% correspondiente al conjunto de la eurozona y el 1,9% de Estados Unidos. Entre 1987 y 1994, el incremento había sido muy superior (casi tres veces más en España, y aproximadamente el doble en la zona del euro, por término medio). Estados Unidos ha sido el único país importante que ha logrado aumentar espectacularmente dicha relación en la etapa reciente.

Resulta hasta cierto punto paradójico que el estancamiento de esta variable haya coincidido en nuestro país con una fase expansiva de la inversión, que es un factor clave en su desarrollo. Pero al margen de la existencia de posibles sesgos de naturaleza estadística, podemos avanzar algunas hipótesis para explicar dicha situación. En primer lugar, si aceptamos que la difusión de los procesos englobados en la denominada *nueva economía* (a que nos referimos en otro apartado) se halla detrás del considerable aumento de la eficiencia productiva de Estados Unidos, la insuficiente penetración de este fenómeno en Europa –y con mayores motivos en España– explicaría los menores avances registrados en nuestro ámbito.

PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO

Variación media anual



Fuente: OCDE.

En el caso específico de España, además, la elevada contratación de personal poco cualificado en sectores como la construcción y los servicios, menos eficientes en estos términos, habría contribuido a frenar el aumento de la productividad global de la economía, como señala oportunamente la OCDE en su informe de junio de 2001. Por otra parte, la elevada rotación de los contratos temporales, que perjudica la calidad del factor trabajo (habitualmente del segmento más joven) al obstaculizar los procesos formativos y de integración en las estructuras empresariales, es destacada también por algunos como otra causa influyente.

No cabe duda que el aumento de la productividad es necesario para elevar el listón del PIB potencial y asegurar el crecimiento económico a largo plazo. Asimismo, es un factor determinante, junto a los salarios, en la formación de los costes laborales unitarios, que son los que marcan, en último extremo, la trayectoria de los precios. Precisamente, las fuertes tensiones

inflacionistas que han reaparecido en la economía española podrían vincularse en parte al lento progreso de dicha variable. Cabe esperar, no obstante, que las reformas emprendidas –y su necesaria profundización en el futuro– rendirán a medio plazo los resultados apetecidos, aunque debería hacerse igualmente una clara apuesta a favor de las nuevas tecnologías, como exponemos más adelante.

13.5. ¿Adónde va el ahorro?

La caída de la tasa de ahorro es una tendencia actual de la economía española que ha de movernos a la reflexión. En términos agregados, la relación entre el ahorro nacional bruto (la parte de la renta disponible que no se destina al consumo) y el PIB se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, en torno al 22,5% de promedio, mostrando incluso una ligera tendencia ascendente. Pero este resultado ha sido posible gracias a la aportación del sector público, que en el último quinquenio ha mejorado su posición en 5,2 puntos porcentuales (3,4% sobre el PIB en 2000, frente a la tasa negativa del 1,8% en 1995), debido ello en gran medida a la fuerte expansión de los recursos obtenidos (casi un 20% de media anual entre 1996 y 2000), difícilmente sostenible en el futuro.

Por el contrario, la tasa de ahorro bruto de las familias e instituciones sin fines de lucro se ha reducido en 2,5 puntos porcentuales (7,6% sobre el PIB en 2000 frente al 10,1% en 1995), al crecer el consumo a un ritmo superior al de la renta generada en el sector. La disminución de la propensión al ahorro de las familias puede responder a causas muy diversas. En primer lugar, como señala el Banco de España, la incorporación de nuestro país en la UEM y el crecimiento sostenido del empleo han fortalecido la confianza de las economías domésticas, que habrían reducido en función de ello el ahorro por motivo de precaución.

El descenso de los tipos de interés (que comporta una menor retribución del ahorro y un menor coste de endeudamiento) y la reducción de los tipos impositivos aplicados a los salarios y ganancias patrimoniales han podido actuar también como estímulos adicionales sobre el consumo. Por añadidura, el encarecimiento del precio del petróleo, que ha obligado a las familias

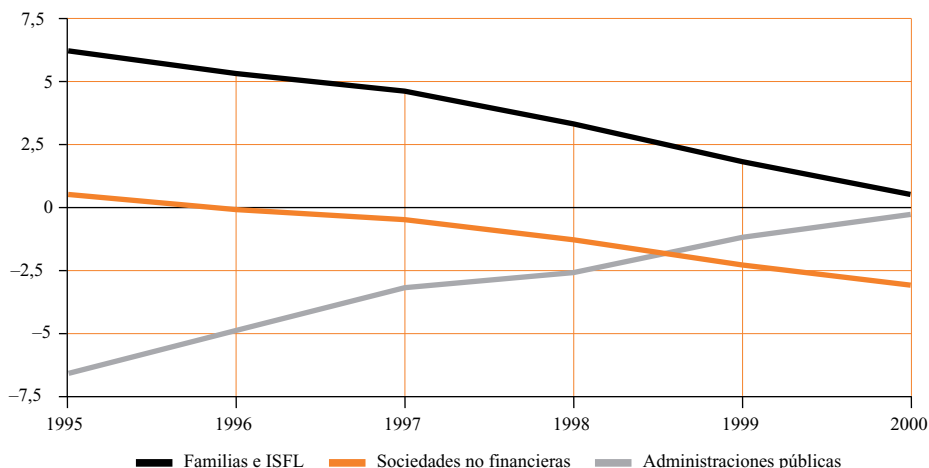
a destinar una porción mayor de su renta a ciertos componentes del gasto, como el transporte y la calefacción, y el rebrote mismo de la inflación, que ha erosionado su capacidad adquisitiva, se habrían conjugado igualmente en detrimento del ahorro. Por causas similares, el ahorro bruto de las empresas ha disminuido también en razón de 2,1 puntos porcentuales sobre el PIB (10,2% en 2000, frente al 12,3% de 1995).

Pero en realidad, la caída del ahorro financiero neto (ahorro bruto menos formación bruta de capital) ha sido todavía más acentuada. En el caso de los hogares e instituciones sin fines de lucro, la tasa correspondiente al año 2000 descendió a un mínimo histórico (0,5% sobre el PIB, 5,7 puntos porcentuales menos que en 1995). La causa de ello es que las familias están aplicando una porción creciente de su ahorro a la adquisición de activos inmobiliarios, sin que, desde luego, sea ajeno a este hecho la fuerte escalada del precio de la vivienda, que está acaparando una parte cada vez mayor de la renta media de las familias españolas que acceden a ella (por encima de un 40% en 2000, casi 12 puntos porcentuales más en sólo tres años). En conjunto, la

Gráfico 13.7

AHORRO FINANCIERO NETO

Porcentaje sobre el PIB



Fuentes: INE y Banco de España.

insuficiencia de ahorro se tradujo en 2000 en una necesidad de financiación de la nación equivalente al 2,2% del PIB.

La generación de ahorro es necesaria para financiar las necesidades de capital y su falta prolongada, sobre todo en una economía cerrada, acaba estrangulando su potencial de crecimiento (la captación de ahorro foráneo presiona al alza los tipos de cambio y de interés), pero no hay duda de que la gravedad del problema se reduce considerablemente en el seno de una unión monetaria amplia.

Volviendo a la situación actual de España, si el déficit se mantiene en unos límites razonables, se podrán obtener con relativa facilidad los fondos necesarios, dentro y fuera de la eurozona. Habría que evitar, sin embargo, una actitud demasiado acomodaticia, puesto que, al margen de las facilidades halladas para financiarlo, la persistencia de un desequilibrio de esta naturaleza está apuntando en realidad a un defecto flagrante de competitividad. La acumulación de deuda —o la venta de activos— necesaria para financiarlo es un signo de empobrecimiento, y no es por ello una situación deseable en sí misma, aunque se produzca en el espacio de una unión monetaria consolidada. A la larga, si el déficit no se resuelve, se acaba imponiendo un ajuste de precios y salarios.

13.6. Hacia la convergencia real

Tras el logro de la estabilidad macroeconómica, la convergencia real con la UEM (que debe traducirse al final en avances superiores del PIB y de la ocupación) es el gran objetivo actual de la economía española. Sin lugar a dudas, el progreso realizado en esta materia durante los últimos años ha sido realmente significativo. Basta considerar por ejemplo que, en 2000, el PIB per cápita en términos de *patrón de poder de compra*, o tipo de cambio teórico que iguala los precios interiores entre distintos países, equivalía al 80,8% de la media de la UEM, cerca de cuatro puntos más que en 1995. No podemos olvidar aquí la importancia que ha tenido la ayuda de la Unión Europea para lograr dicho avance. Entre 1996 y 2000, el superávit acumulado de caja (recursos menos empleos), derivado de las relaciones con la UE, ascendió en total a casi 28.300 millones de euros, equivalentes en promedio al 1,1% del PIB de cada año.

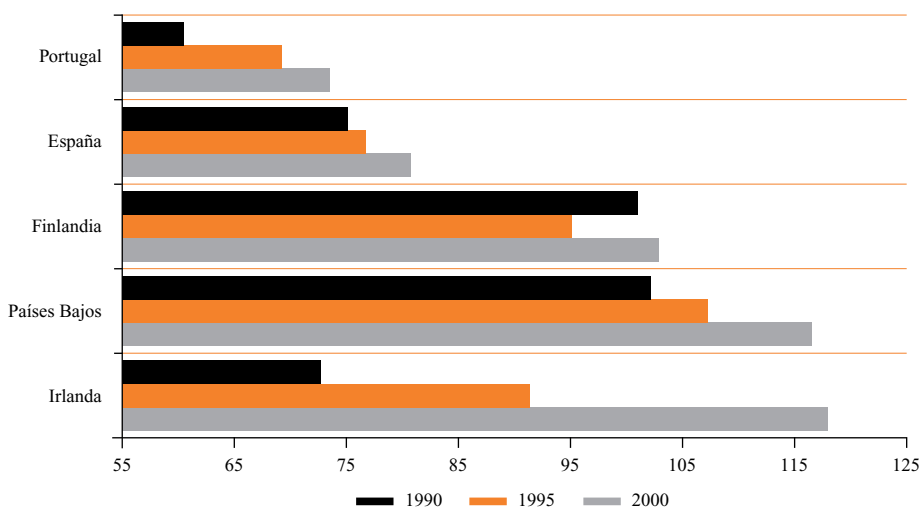
Cabría matizar, no obstante, que el progreso realizado ha sido muy inferior al protagonizado por otros estados de la eurozona como Finlandia, Países Bajos e Irlanda, y ligeramente menor, incluso, que el de nuestra vecina Portugal. El caso más espectacular es el de Irlanda, que en términos de PIB per cápita se ha situado en el 117,9% de la media de la UEM (91,3% en 1995), con un avance superior a 16,5 puntos porcentuales. En el ámbito interior, Baleares, Madrid y Navarra eran las únicas comunidades que se situaban en 2000 por encima de la media de la Unión Europea. Destaca el espectacular avance realizado por la comunidad madrileña, que ha ganado 11,1 puntos en los últimos cinco años.

Pero para continuar progresando en esta materia es absolutamente necesario que, a medio y largo plazo, la productividad de la economía española aumente a un ritmo superior al de la eurozona. En los últimos años, como veíamos antes, la tónica no ha sido precisamente ésta. Dentro del periodo comprendido entre 1986 y 1999, la mejora de la productividad del trabajo

Gráfico 13.8

PIB PER CÁPITA A PRECIOS Y PATRÓN DE PODER DE COMPRA CORRIENTES

Países con porcentajes de avance mayores. UEM = 100



Fuente: Eurostat.

contribuyó sólo en un 56,6% al incremento del PIB per cápita (85% en la Unión Europea), correspondiendo al aumento de la tasa de empleo el 43,4% restante (15% en la UE). Por otra parte, se observa un estancamiento relativo preocupante —e incluso algún retroceso— en la evolución de algunos factores básicos (stock de capital físico y tecnológico, dotación de infraestructuras, etc.), que son realmente los motores del crecimiento futuro.

13.7. ¿Qué hubiera pasado de no estar en el euro?

El Reino Unido, Suecia y Dinamarca han quedado por el momento al margen de la moneda única y la perspectiva de estos tres años indica que sus economías no se han visto penalizadas por dicha exclusión. ¿Hubiera sucedido lo mismo en el caso de la economía española? Desde luego, no es posible responder científicamente a esta pregunta, pero sí cabe imaginar dónde habrían estado las diferencias para así tener otra perspectiva desde la que contemplar los efectos de la UEM sobre nuestra economía.

Hay que recordar, en primer término, que el historial de desequilibrios de la economía española (inflación, déficit público, balanza de pagos, paro) daba como resultado una moneda débil, con una tendencia a la devaluación en el medio plazo. La fase de desinflación (descenso de la tasa de inflación) que experimentaron la mayor parte de las economías habría llegado a la española aun sin la perspectiva de la UEM, pero sin ésta probablemente no habría alcanzado el mismo calibre. Y mucho menos los tipos de interés, cuya caída significó la desaparición de la prima de riesgo sobre la moneda, algo que no habría sucedido si los mercados no hubieran descontado que la peseta se incluiría en el euro.

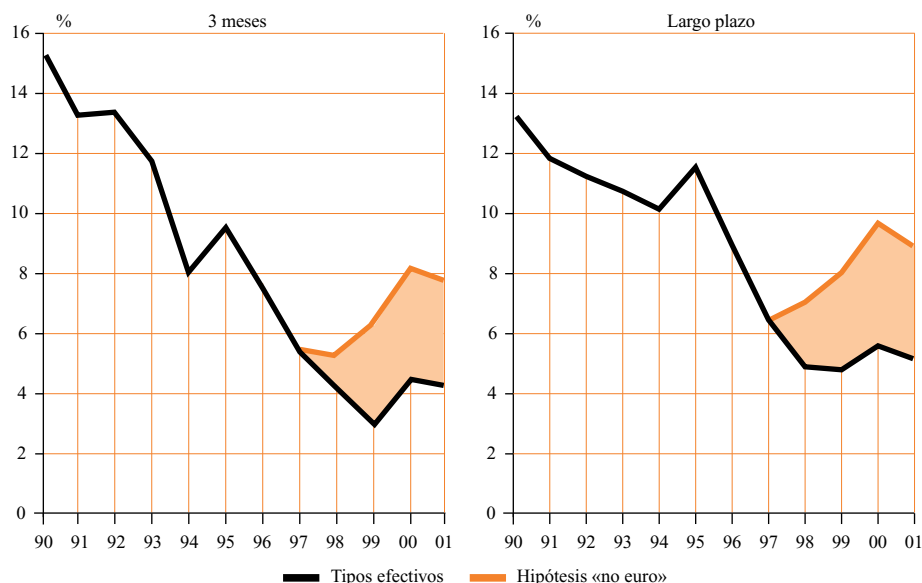
Tomando únicamente los tipos de interés, podemos hacer el ejercicio de extrapolar la evolución de los mismos en ausencia de expectativas de integración en el euro. Partiendo de la inflación registrada entre 1997 y 2001 y de una política monetaria definida a partir de la regla de Taylor, podemos deducir el nivel de los tipos de interés a corto plazo en los mercados financieros; los tipos a largo plazo se deducen a partir de las hipótesis sobre la pendiente de la curva de tipos de interés. En el gráfico 13.9 pueden apreciarse los resul-

tados del ejercicio, en el que se pone de manifiesto la diferente trayectoria de los tipos y la apertura de unos diferenciales considerables. Así, de no estar en el euro, los ingresos y los pagos en concepto de costes financieros hubieran sido notablemente más elevados. Aplicando dichas conclusiones a las cuentas financieras de los diferentes sectores institucionales, resulta que, sólo por el efecto indicado, el paso al euro liberó en conjunto casi un billón de pesetas al año (unos 6.000 millones de euros) entre 1998 y 2001, aproximadamente el 1% del PIB. Un impulso que ha permitido elevar el potencial de crecimiento de la economía española y que se ha multiplicado a través de un mayor crecimiento del crédito, unas mejores condiciones de acceso a la financiación, una mejora de la posición financiera de empresas, familias y sector público, etc.

Debe tenerse en cuenta, además, la protección que la pertenencia a la zona del euro proporciona frente a las tormentas económicas internacionales, sean monetarias o reales. Así, la crisis económica internacional –que se acen-

Gráfico 13.9

TIPOS DE INTERÉS EFECTIVOS E HIPÓTESIS «NO EURO»



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

tuó hacia el final de 2001, tras los trágicos sucesos del 11 de septiembre—habría golpeado con mayor severidad a nuestro país sin el paraguas protector del euro. A la luz de experiencias anteriores, la peseta se habría visto abocada a una depreciación, de mayor o menor cuantía, ante el aumento de la prima de 21 repuntado al alza, afectando negativamente a la producción y el empleo.

Resumen

La perspectiva de que la economía española se incluiría en el área de estabilidad macroeconómica definida por la UEM hizo aflorar los beneficios de dicha integración incluso bastante antes de que la moneda única fuera una realidad. La caída de las expectativas de inflación, a partir de mediados de los años noventa, fue acompañada de un importante descenso de los tipos de interés, factores ambos que explican en buena medida el considerable impulso de la economía en la segunda mitad de los años noventa, contribuyendo a ello el relevante esfuerzo realizado por el sector público para sanear sus cuentas. La sola caída de los tipos de interés inducida por la perspectiva de pertenecer a la zona del euro liberó entre 3 y 4 billones de pesetas (entre 18.000 y 24.000 millones de euros) entre 1998 y 2001, lo cual supone una importante inyección financiera de la que se han beneficiado principalmente el sector público y las empresas, a la vez que permitió elevar la capacidad de endeudamiento de las familias. Y no podemos dejar de señalar asimismo que, con toda probabilidad, la crisis económica internacional —que se agudizó hacia el final de 2001— habría golpeado con mayor severidad a nuestro país sin el paraguas protector del euro. Con todo, pese a las reformas estructurales emprendidas, llama la atención la escasa mejora de la productividad registrada en los últimos años, así como los mediocres avances en términos de convergencia real, inferior a los protagonizados por otros países de la eurozona con los que nos podemos comparar.

XIV. Demasiada inflación

Al margen de su incidencia sobre el normal funcionamiento del sistema económico, la elevación sostenida de los precios tiene consecuencias muy negativas para todos los ciudadanos. Los perjuicios más evidentes recaen sobre los perceptores de rentas fijas y, en general, sobre los sectores que tienen una menor capacidad de reacción para protegerse de ellos, que son comúnmente los más desfavorecidos.

Los efectos de la inflación sobre la buena marcha de la economía son de sobras conocidos para insistir en ellos. Al final, dan lugar a una asignación menos eficiente de los recursos productivos, perjudicando el potencial de crecimiento y la capacidad de generación de empleo. En una economía abierta, la pérdida de competitividad es uno de los efectos más temidos, siendo el ajuste del tipo de cambio la práctica más habitual para combatirla en primera instancia, aunque como se ha puesto repetidamente en evidencia, sin el apoyo de otras medidas de mayor calado, los beneficios han sido siempre muy efímeros.

Dentro de una unión monetaria, el incremento sostenido de la inflación en un país por encima de la media del conjunto reviste, si cabe, una mayor dificultad, ante la imposibilidad de contrarrestar la pérdida de competitividad con el ajuste cambiario pertinente. Sin lugar a dudas, esta situación es difícilmente sostenible a la larga por los elevados costes que comporta en materia de crecimiento y empleo.

14.1. Mirando a Europa

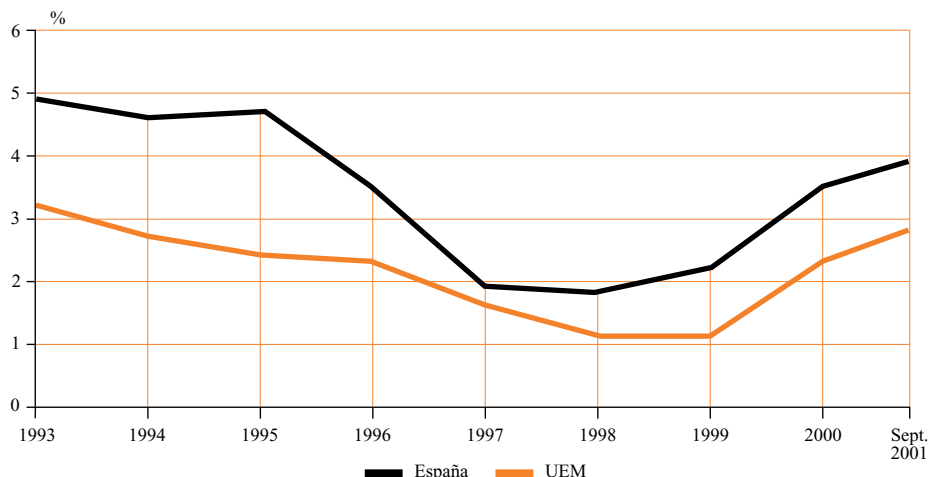
A mediados de 1997, la diferencia entre la inflación española y la del grupo de países que se incorporarían después a la UEM se había reducido prácticamente a cero, y la correspondiente al núcleo duro de los precios (la denominada inflación subyacente) había disminuido a escasamente 0,3 puntos. Aunque la caída de los precios de la alimentación, que salían del ciclo alcista anterior, hubiese contribuido notablemente a ello (en agosto de 1997 los precios de los alimentos elaborados registraban un descenso interanual del 2,1%), se había llegado realmente al cenit del proceso virtuoso mencionado en el capítulo anterior.

Pero al cabo de unos meses, la situación empezó a torcerse de nuevo y el fantasma de la inflación –de carácter dual, como lo fue anteriormente– se abatió otra vez sobre la economía española. Así, mientras que los bienes industriales no energéticos se mantenían en una senda de moderación, hasta lograr recortar a medio punto el diferencial con los países candidatos a la

Gráfico 14.1

TASAS DE INFLACIÓN ARMONIZADA

Variación media anual



Fuente: Eurostat.

UEM, los servicios retomaban un sesgo alcista, ampliando a dos puntos porcentuales la diferencia con respecto a dichos países, en septiembre de 1998.

La crisis del petróleo, que tuvo un impacto superior en España debido a la menor eficiencia energética, señalada en el capítulo anterior, vino a remachar después el clavo. En el momento más álgido, el aumento de los precios de la energía en nuestro país llegó a superar en cerca de cuatro puntos porcentuales al del conjunto de la eurozona, amenazando con contaminar al resto de precios del sistema, como así ocurrió en parte. En resumen pues, el diferencial de inflación de España con la eurozona se ha mantenido casi siempre por encima de un punto en los primeros años de funcionamiento de la misma, lo que, en principio, sin prejuzgar las matizaciones que introduciremos más adelante, se ha de valorar negativamente. Resulta paradójico, desde luego, que se haya desandado en la última etapa una parte del camino recorrido en la fase preparatoria de la UEM.

14.2. El exceso de inflación española, ¿coyuntural o estructural?

En el largo plazo, los economistas en general están de acuerdo en que la inflación tiene un carácter monetario. Cuando la cantidad de dinero crece por encima del nivel óptimo, el exceso del bien numerario revierte en una disminución del valor relativo del mismo, provocando una subida generalizada del resto de los precios del sistema. Así pues, con independencia de los factores desencadenantes primarios, la política monetaria es la que en último término convalida o impugna el fenómeno inflacionario.

En el corto o medio plazo, en cambio, podemos distinguir dos clases de inflación, a tenor de los impulsos iniciales que actúan. La *inflación de demanda* obedece a un exceso del gasto (en consumo e inversión) en relación con la oferta de bienes disponible, abriéndose una brecha que no es posible subsanar a corto plazo. En una economía abierta, como es actualmente la española, aquellos bienes y servicios, que por circunstancias específicas (idiosincrasia, proximidad, etc.) están menos expuestos a la competencia internacional, son los primeros en acusar las tensiones desatadas por los excesos de demanda. El resto de bienes y servicios comercializables tienen, cier-

tamente, un margen de maniobra menor para apartarse de las condiciones dictadas por los mercados internacionales.

La *inflación de costes* se produce por la elevación del precio de uno o varios inputs, debido a su escasez relativa o a la posición de dominio de la oferta. Como se ha dicho antes, esta división es puramente convencional, puesto que en la práctica estos factores suelen aparecer indisolublemente unidos. Pero en cualquier caso, las rigideces de la economía tienen siempre un papel determinante, al impedir una reacción rápida frente a los desajustes aludidos.

En los últimos años, han coexistido en la inflación española la mayoría de los factores citados: un fuerte tirón de la demanda interna, claramente por encima del crecimiento potencial de la economía; el encarecimiento de algunos inputs primarios importantes, como la energía; la política acomodaticia de las autoridades monetarias (diseñada para el conjunto de la eurozona); y en última instancia, las rigideces estructurales de la economía española, que no se han resuelto definitivamente todavía.

Sin ánimo de exhaustividad, estas rigideces se traducen principalmente en: la insuficiente competencia que sufren todavía algunos mercados de bienes y servicios; la falta de flexibilidad del mercado de trabajo (cuestión que abordaremos en profundidad más adelante); la rigidez en la oferta de algunos factores básicos, como el suelo; la gestión inadecuada de algunos servicios no destinados a la venta; y las trabas y complejidades administrativas que aún persisten.

14.3. ¿En qué situación estamos?

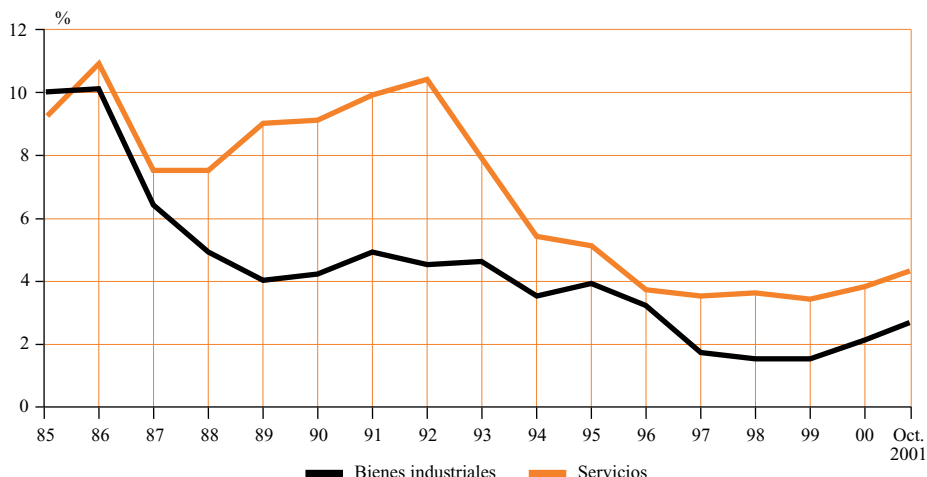
El núcleo de los servicios, menos expuesto como se ha dicho al dictado de la competencia internacional, es el que delimita en gran medida el problema de la inflación en España, si dejamos a un lado las oscilaciones de los componentes energético y alimenticio, más volátiles por naturaleza. En los últimos cinco años, la diferencia entre la tasa de variación media de los precios de los servicios y la de los bienes industriales se ha mantenido relativamente estable, ligeramente por debajo de dos puntos. Esta distancia es infe-

rior, desde luego, a la que existía en los inicios de los noventa (alrededor de cinco puntos), pero se aparta de la senda de corrección observada entre 1992 y 1996, cuando acabó reduciéndose a escasamente medio punto.

Gráfico 14.2

TASAS DE INFLACIÓN

Variación media anual



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

En los nueve primeros meses de 2001, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se acercó en promedio al 4,4%, cerca de dos puntos más que en la zona del euro, aunque dicha distancia tendía a reducirse en los últimos meses. El principal foco inflacionista se localizaba en los grupos correspondientes a ocio y cultura, enseñanza y hoteles, cafés y restaurantes, con tasas de inflación situadas entre el 3% y el 5% por término medio durante el periodo considerado (entre 1,5 y 2,0 puntos porcentuales más que en la UEM).

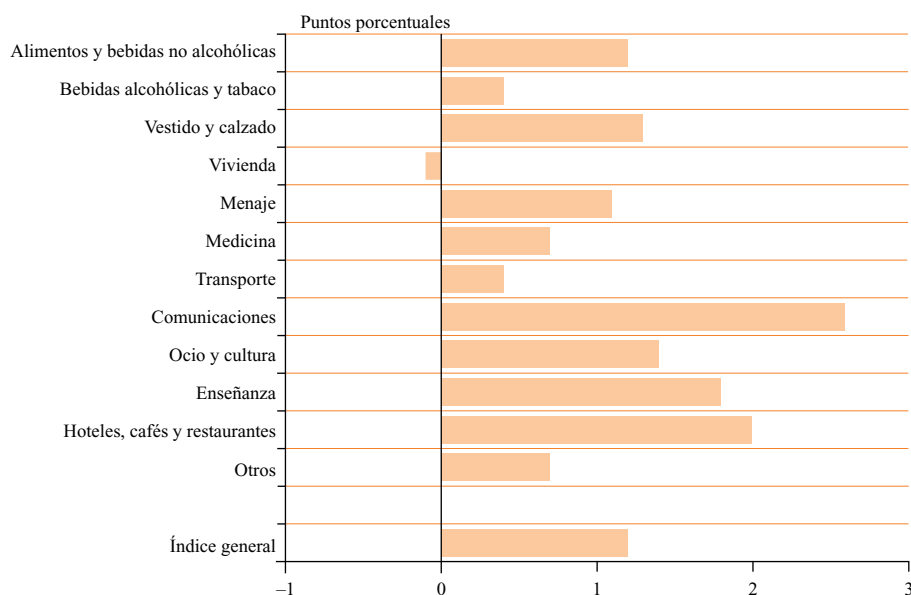
El capítulo de comunicaciones merece una atención especial, por ser el que presentaba en dicho periodo una brecha inflacionista mayor con respecto a la eurozona (más de 2,5 puntos porcentuales). El motivo era que los

precios se habían estancado prácticamente en nuestro país, en contraste con el importante descenso, cercano al 3,2%, registrado en el conjunto de la UEM. El escaso margen de bajada que tienen los precios de estos servicios en España, al alinearse entre los más bajos de Europa, es una de las razones citadas en el último informe de la Comisión del Mercado de Telecomunicaciones para explicar dicha situación.

Gráfico 14.3

DIFERENCIA DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM

Media de enero a septiembre de 2001

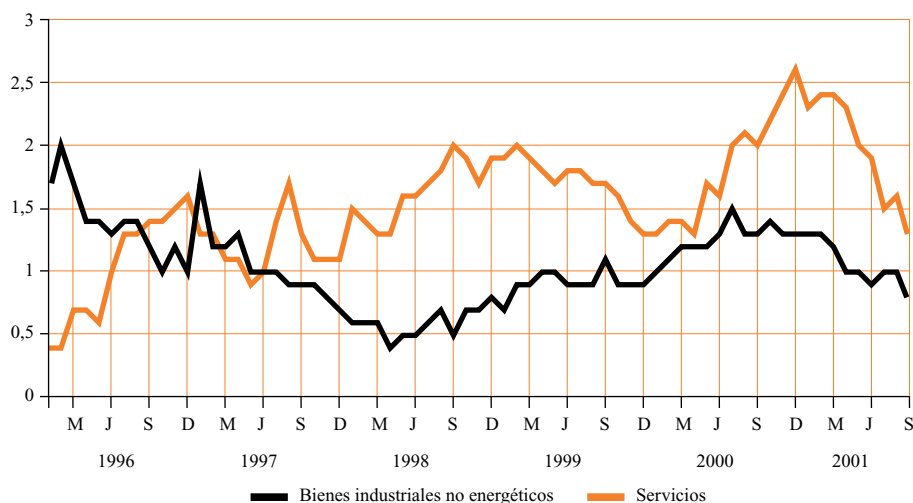


Fuente: Eurostat.

Por último, en el grupo de bienes industriales, la diferencia entre la inflación española y la del conjunto de la UEM, que se había intensificado considerablemente a mediados del año 2000 debido al encarecimiento de los costes de la energía y de otros inputs intermedios, cayó hasta cerca de un punto en el periodo de 2001 citado, aunque de modo insuficiente todavía.

DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM

En puntos porcentuales



Fuente: Eurostat.

14.4. ¿Hacia dónde vamos?

La persistencia de diferenciales de inflación en uniones monetarias estables ha sido objeto de multitud de análisis e interpretaciones. La experiencia de Estados Unidos, prototipo de área monetaria consolidada, es sumamente reveladora. De acuerdo con los datos aportados por el *Bureau of Labor Statistics*, la dispersión de la inflación registrada en 17 ciudades de Estados Unidos, en el periodo 1919-1998, ha sido muy amplia en algunas etapas, con divergencias de hasta 7 puntos porcentuales a principios de los ochenta. Significativamente, la magnitud de las diferencias observadas en los últimos años no difiere mucho de los actuales niveles registrados en la UEM.

Al margen de la influencia de determinados aspectos técnicos, como el denominado *efecto composición* (aunque los precios crezcan al mismo ritmo en todos los países, las tasas agregadas pueden diferir por la diferente composición de las cestas de consumo), las discusiones sobre este tema han

girado preferentemente en torno al modelo de *Bela Balassa* y *Paul Samuelson* citado en el capítulo IX.

Así, la productividad tendería a crecer más en los sectores expuestos a la competencia internacional (básicamente las manufacturas) que en los protegidos (la mayoría de los servicios), debido a que, por regla general, los primeros son más intensivos en capital y pueden beneficiarse por ello en mayor medida del progreso tecnológico. Y aunque en el largo plazo el crecimiento de los salarios reales dependa del ritmo de productividad de cada sector, en principio los salarios nominales tienden a crecer homogéneamente en toda la economía. Las consecuencias son fácilmente predecibles: la mayor productividad de los sectores expuestos a la competencia empuja al alza los salarios nominales de toda el área, lo cual se traduce en incrementos de precios superiores en los sectores menos productivos. Se alimenta de este modo la llamada *inflación dual*.

Dado que los procesos de convergencia real se apoyan en ganancias de productividad, la conclusión para el futuro inmediato, partiendo de tales premisas, sería que en la UEM la inflación de los sectores protegidos aumentará más en los países con mayor crecimiento, como el nuestro, debido a la presión salarial de los sectores más productivos, mientras que en estos últimos el incremento de los precios será similar al del conjunto de la eurozona. Así pues, el enfoque de *Balassa-Samuelson* permitiría un juicio más benévolo del diferencial de inflación observado.

En cualquier caso, la política económica, una vez que ha perdido su capacidad de actuación en el marco monetario, debe orientarse hacia la contención del gasto público —como en realidad ya se está haciendo— para corregir los excesos de demanda generados, y a profundizar, además, en las reformas estructurales pendientes para atajar las ineficiencias que siguen atenazando a nuestro sistema económico. De lo contrario, acabaría debilitándose el potencial de crecimiento y se verían mermadas las posibilidades de convergencia real de nuestra economía.

Resumen

Es posible que en los próximos años tengamos que convivir en nuestro país con un nivel de inflación más alto que en el conjunto de la UEM. En la medida que este hecho responda a crecimientos de productividad elevados (condición que, como hemos visto, no se está cumpliendo actualmente en España), asociados al proceso de convergencia real, no tendríamos que preocuparnos en exceso, de acuerdo con los postulados enunciados. Pero si predominan los efectos inducidos por desajustes de demanda o rigideces en el funcionamiento de los mercados, como sucede en parte ahora, el juicio ha de ser forzosamente menos complaciente.

XV. La moneda única y el mercado de trabajo

Si el propio mercado de trabajo europeo muestra ya una preocupante debilidad en comparación con las zonas más dinámicas del planeta, España, en este contexto, constituye uno de los eslabones más frágiles del sistema. Los datos son suficientemente elocuentes por sí mismos. Vemos, por ejemplo, que la tasa de paro española supera casi en un 60% a la de la UEM, y ésta, a su vez, hasta hace poco doblaba prácticamente a la de Estados Unidos. De modo similar, se aprecian divergencias notables en otros indicadores laborales significativos.

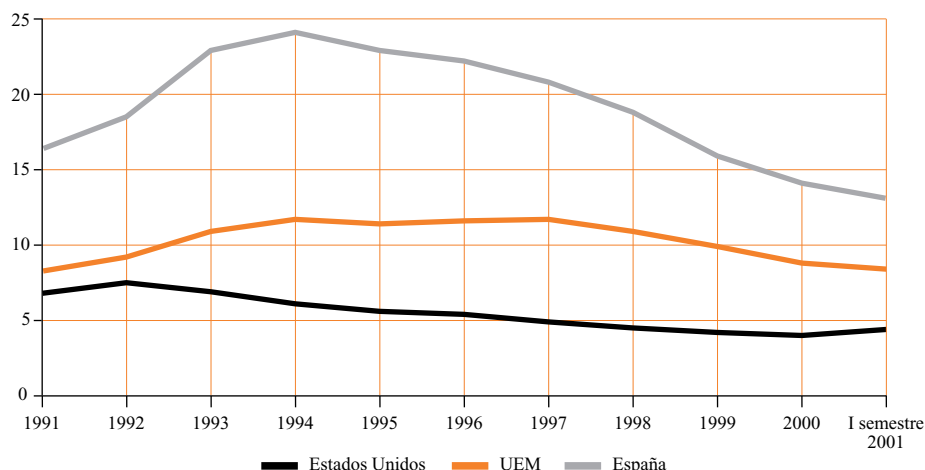
Como hemos señalado anteriormente, en el lanzamiento de la UEM primaron los criterios de convergencia nominal para garantizar el marco de estabilidad macroeconómica que asegurase el correcto funcionamiento de la nueva área. Los aspectos relacionados con la convergencia real, asociados comúnmente al PIB per cápita y, por extensión, al nivel de empleo, se dejaron para más adelante, supeditándolos al propio desarrollo de la Unión. En estas circunstancias, los temores iniciales se centraron en las consecuencias de los aludidos *shocks asimétricos* de oferta y demanda a que las diferencias existentes entre las estructuras productivas de los distintos países podrían dar lugar.

Desde luego, estos temores estaban plenamente justificados, a la luz de la teoría clásica de las áreas monetarias óptimas. Según la misma, la renuncia a la política monetaria y al tipo de cambio exige, en contrapartida, una

Gráfico 15.1

TASA DE PARO

Porcentaje sobre la población activa



Fuente: OCDE.

gran flexibilidad de precios y salarios para corregir los desequilibrios generados a escala regional. Si esta flexibilidad no existe, la movilidad del factor trabajo es la única solución que queda para evitar el estigma del desempleo crónico.

15.1. ¿Se han cumplido las expectativas iniciales?

La rigidez del mercado de trabajo español no era precisamente una buena carta de presentación en el marco algo más avanzado, aunque tampoco excesivamente brillante en este aspecto, de la UEM. ¿Los temores iniciales se han visto después confirmados? En principio, la respuesta es que no. De hecho, el comportamiento de la economía española durante los últimos años no se ha apartado demasiado de sus pautas tradicionales –crecimiento sincrónico con los demás países de la eurozona, acentuando las oscilaciones

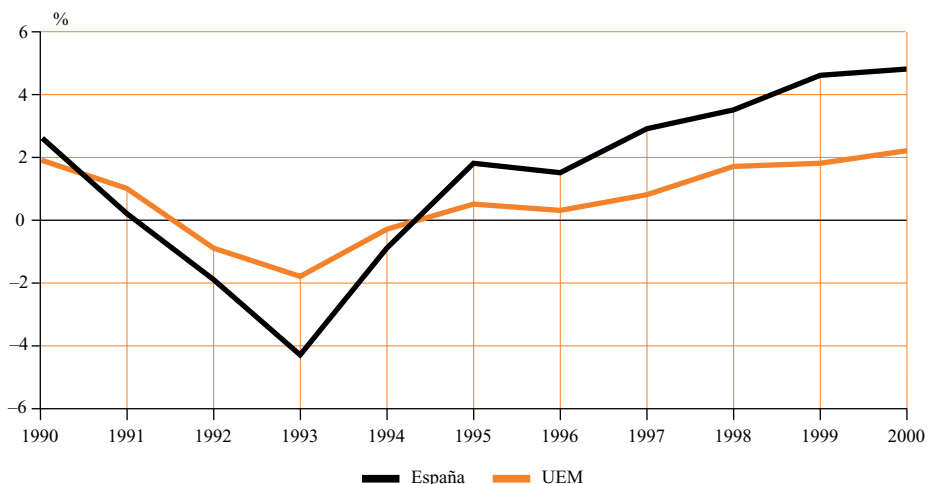
cíclicas, es decir, con un avance netamente superior a la media en las fases expansivas e inferior en las recesivas—. En el lado positivo, incluso, no se percibía hasta mediados de 2001 que la crisis económica internacional golpeará con mayor severidad a nuestro país que al resto de la UEM.

Desde 1995, año que podemos tomar como referencia por las razones indicadas antes (en la cumbre de Madrid se aprobó el calendario de implantación de la moneda única), el patrón observado ha sido aproximadamente el que cabía esperar. Coincidiendo con una fase cíclica ascendente, la generación de empleo ha sido muy intensa en España (más de 2,3 millones de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, hasta el segundo trimestre de 2001, según la contabilidad nacional), sin que se haya podido constatar la presencia de ningún *shock asimétrico*, en el sentido contractivo temido por algunos.

Gráfico 15.2

EMPLEO

Tasas de variación anual



Fuente: OCDE.

15.2. ¿Dónde estamos ahora?

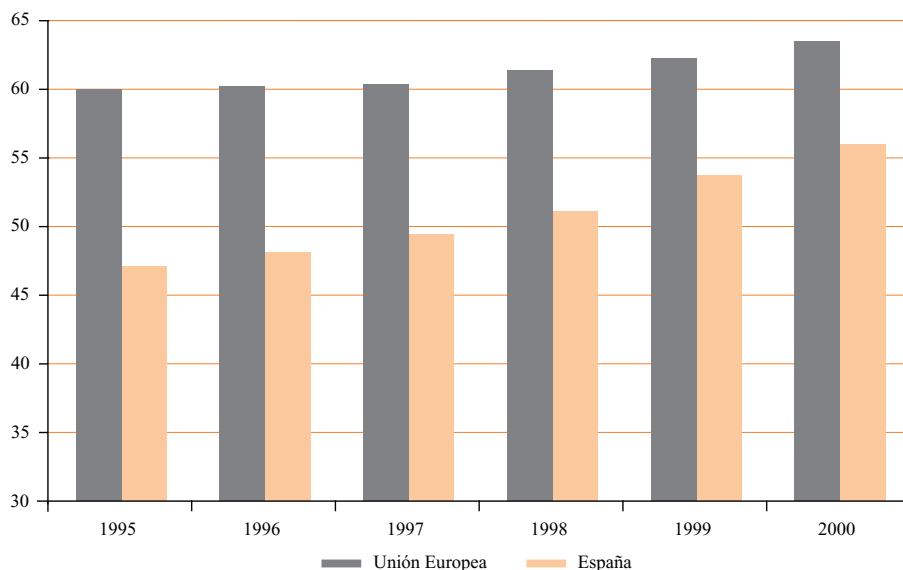
Pero al margen de los vaivenes coyunturales, las deficiencias del mercado de trabajo español son evidentes. Para empezar, la tasa de empleo (personas ocupadas sobre la población total en edad de trabajar) continúa siendo muy baja actualmente, lo que, al margen de cualquier otra consideración, entraña una inadecuada infrautilización del potencial de crecimiento económico.

En el segundo trimestre de 2001, dicha tasa se situaba por debajo del 58%, y aunque el progreso realizado en los últimos años haya sido apreciable (unos 4,5 puntos porcentuales entre 1995 y 1998, y en torno a 6 entre 1999 y 2001), una parte de dicha ganancia debe ser atribuida exclusivamente al efecto cíclico expansivo. Continúa existiendo, asimismo, un amplio diferencial negativo con la UE, que se cifraba en torno a 7,5 puntos porcentuales en 2000,

Gráfico 15.3

TASA DE EMPLEO

Porcentaje sobre la población de 16 a 64 años



Fuente: OCDE.

según la OCDE. En éste, como en otros aspectos, la situación es muy desfavorable para la población femenina, con una tasa cercana al 42%, mientras que la tasa masculina (en torno al 72%) resulta perfectamente homologable con la de los países más avanzados.

Abundando en lo dicho anteriormente, la baja tasa de empleo española denota la insuficiente representación que tienen algunos segmentos poblacionales en el mercado laboral, principalmente en el colectivo femenino. En conjunto, la tasa de actividad española (personas en disposición de trabajar sobre la población de 16 a 64 años) se situaba en torno al 66% hacia finales del 2000. En este capítulo, la distancia con la UE era de más de cuatro puntos (casi 8 puntos en el colectivo femenino y prácticamente cero en el masculino).

Aunque últimamente la tasa de actividad femenina haya ido creciendo en España de forma gradual, la mejora ha sido claramente insuficiente en determinados grupos de edad. A partir de los 25 años, todavía hoy las diferencias con las tasas masculinas oscilan entre 30 y 45 puntos porcentuales. Entre la población joven las distancias son menores, pero persisten en torno a unos 10 puntos. En cuanto a la evolución seguida a partir de 1995, no se observa realmente un cambio significativo en las tendencias de fondo apuntadas.

Junto a todo ello, la elevada cifra de desempleo es otra anomalía importante que asoma en el mercado de trabajo español. A pesar del notable avance de los últimos años, la tasa de paro se aproximaba al 13% en el tercer trimestre de 2001, unos 4,5 puntos más que en el conjunto de la UEM. También aquí, el desempleo incide principalmente sobre la población femenina, con una tasa cercana al 19%, el doble aproximadamente que en el conjunto masculino. En éste último, el paro se ceba principalmente sobre los jóvenes (de 16 a 24 años) y los mayores de 55 años, mientras que entre la población femenina afecta sobre todo al colectivo más joven.

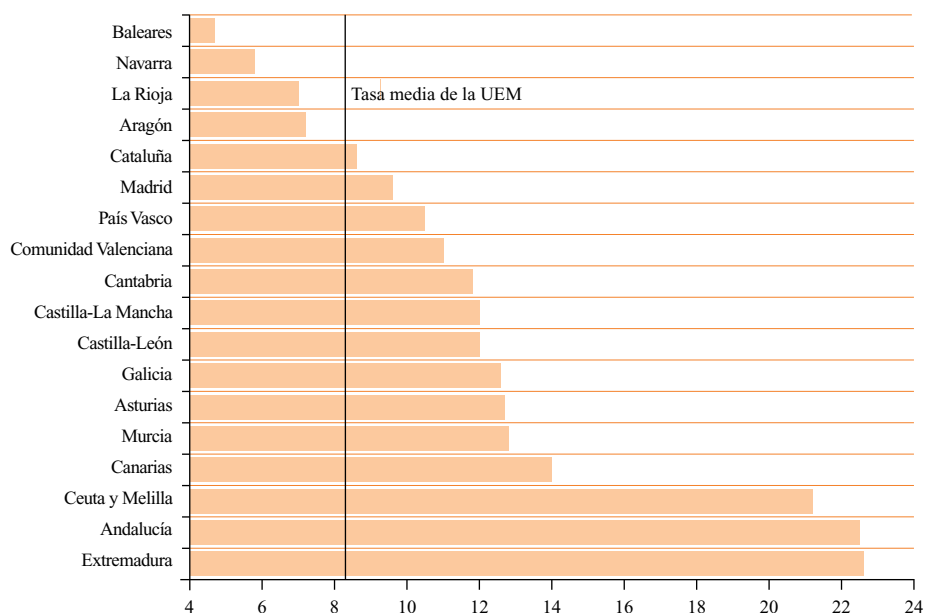
La fuerte disparidad regional es otra de las características del paro en España. En el tercer trimestre de 2001, sólo Baleares, Navarra, La Rioja, Aragón y Cataluña registraban tasas inferiores al 9%, homologables en estos términos a la media de la UEM. En las antípodas, se situaban Andalucía, Extre-

madura, Ceuta y Melilla, con tasas cercanas al 22%. Al margen de los vaivenes cíclicos y estacionales, las distancias entre las comunidades situadas en los dos extremos han permanecido relativamente estables en los últimos 10 años, alertando sobre la existencia de posibles causas estructurales más profundas.

Gráfico 15.4

TASA DE PARO

Porcentaje sobre la población activa (tercer trimestre de 2001)



Fuente: INE.

15.3. ¿Qué se ha hecho hasta el momento?

La reforma del Estatuto de los Trabajadores, llevada a término a mediados de los ochenta, fue el primer intento serio que se hizo después de la transición democrática para adaptar el mercado laboral español a la nueva realidad económica. Al margen de otras consideraciones, el fuerte aumento de la contratación temporal fue uno de los efectos más controvertidos de

aquella reforma. Hubo que esperar, después, hasta los inicios de los noventa para que el sistema de protección del desempleo sufriera una serie de retoques, destinados a atajar el fuerte incremento del gasto provocado por la crisis económica y desincentivar, de paso, la utilización fraudulenta de un sistema, que podía ser considerado entonces, y quizás también ahora, como uno de los más generosos de Europa.

Con posterioridad, las sucesivas reformas de 1994 y 1997 nacieron con el propósito de impulsar la contratación indefinida, para salir al paso de la proliferación de los contratos temporales, y relanzar, aunque quizás con menor convicción, el empleo a tiempo parcial. Los nuevos contratos indefinidos se incentivaron con bonificaciones sobre la cuota empresarial a la Seguridad Social, en cuantías que oscilaban entre el 40% y el 60% de la misma. Tuvo una especial relevancia la creación, en mayo de 1997, del nuevo contrato indefinido de fomento, dirigido a los colectivos que tenían mayores dificultades para acceder a un empleo (jóvenes de 18 a 29 años, parados de larga duración, trabajadores de más de 45 años y minusválidos) y a la conversión de contratos temporales en fijos.

La novedad más importante que incorporó dicho contrato fue la rebaja de los costes de despido improcedente a 33 días por año trabajado con el límite de 24 mensualidades, desde los 44 días y 42 mensualidades aplicables a los contratos ordinarios. La reforma posterior, de marzo de 2001, amplió su ámbito de aplicación a otros colectivos. Esta última reforma pretendía asimismo frenar el recurso abusivo a la contratación temporal (se impuso una indemnización por despido de 8 días de salario por año trabajado) e impulsar el contrato a tiempo parcial flexibilizando las condiciones del mismo (eliminación del límite máximo del 77% de la jornada, cómputo de horas anual, etc.).

15.4. Lo que falta por hacer

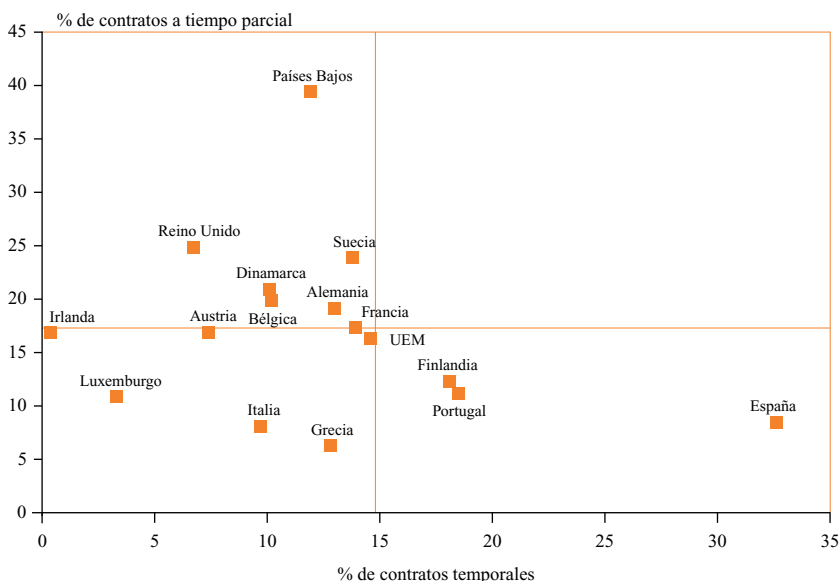
¿Han producido los resultados apetecidos las sucesivas medidas de reforma adoptadas? La verdad es que sólo en parte. Como veíamos al principio, a pesar de los progresos realizados, las tasas de empleo y paro están todavía muy lejos de los estándares comunitarios y tampoco se ha avanzado demasiado en la corrección de otras anomalías, como el exceso de tempora-

lidad y el desarrollo insuficiente de la contratación a tiempo parcial, a que también nos referíamos.

Desde 1997, la proporción de asalariados con contrato temporal ha disminuido solamente en torno a 1,7 puntos porcentuales (ha pasado del 33,6% al 31,9 % en el tercer trimestre de 2001) y el avance en materia de la contratación a tiempo parcial ha sido prácticamente inexistente (se situaba en el 7,8% sobre el total en el periodo citado de 2001). En ambos aspectos, la excepcionalidad del caso español en el concierto europeo es muy estridente, como puede apreciarse en el gráfico 15.5.

Gráfico 15.5

NATURALEZA DE LOS CONTRATOS LABORALES



Fuente: Eurostat.

La insuficiente movilidad de la mano de obra es otra consecuencia de la escasa flexibilidad del mercado de trabajo español. Menos de una cuarta parte de las personas en paro habría aceptado un cambio de residencia hacia finales de 2000, según la encuesta de población activa, proporción que, al

margen de las oscilaciones cíclicas, no ha hecho más que disminuir en los últimos tiempos. La disposición a aceptar un empleo de menor cualificación era algo mayor (la tenían más de la mitad de los consultados), pero con una tendencia de fondo totalmente estancada.

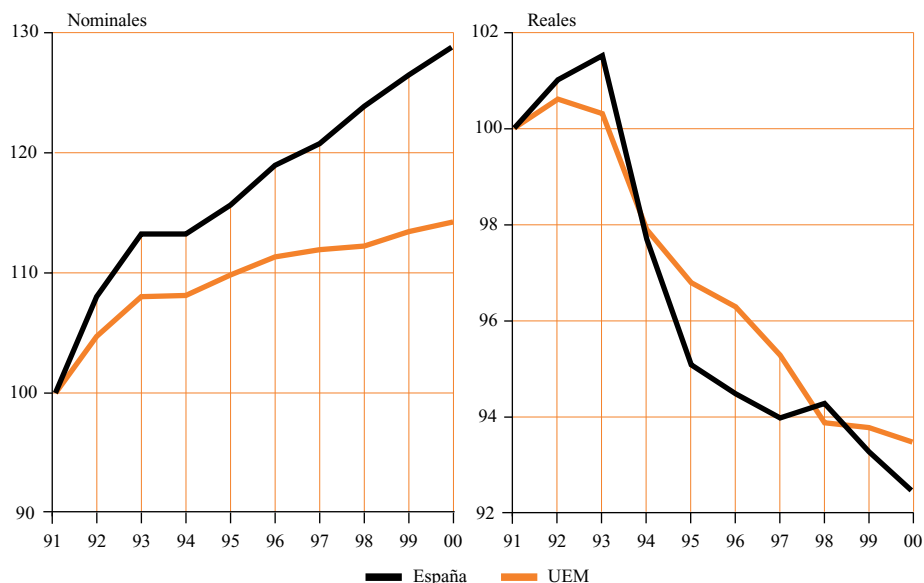
Según la OCDE, la *tasa de desempleo no aceleradora de la inflación* se había reducido al 15,1% en 1999, frente al 17,4% correspondiente a 1990, lo que, desde otra perspectiva, pone claramente en evidencia la lentitud y la eficacia limitada de los procesos de reforma emprendidos. Por lo demás, la distancia con la tasa correspondiente estimada para la eurozona en su conjunto (8,8%) continuaba siendo importante. No cabe duda, pues, que las medidas aplicadas hasta el momento han pecado de un exceso de timidez, con el riesgo añadido de que algunos de los logros obtenidos se deban en parte al viento cíclico favorable y puedan disiparse cuando empiece a amainar éste. Es posible que no se haya podido ir más lejos porque el consenso básico de la sociedad española no lo haya permitido. Las dos huelgas generales lanzadas contra algunas de dichas medidas parecen indicarlo así, efectivamente.

En el marco en que nos movemos, el comportamiento salarial adquiere también una especial significación, de acuerdo con los criterios que exponíamos al principio. Partiendo de que, en términos absolutos, el coste de la mano de obra española expresado en euros se sitúa todavía entre los más bajos de la Unión Europea (aproximadamente la mitad que en Alemania, Austria y Dinamarca, y un 30% menos con respecto a la media comunitaria), el análisis debe atender preferentemente a los aspectos dinámicos y a la variación de las relaciones existentes entre los distintos países.

En términos reales (descontando la inflación), la moderación ha sido la nota dominante en los últimos cinco años, tanto en el conjunto de la eurozona como en España –los costes laborales unitarios reales descendieron en torno al 0,7% y 0,6 % de promedio anual, respectivamente–. Pero en términos nominales (que es el enfoque más adecuado para medir su incidencia sobre la competitividad) la comparación es menos favorable para España. Los costes laborales unitarios nominales crecieron en nuestro país a un ritmo anual del 2,2%, por encima del incremento medio registrado en la zona del euro (0,8%), presionados por el exceso de inflación y la baja productividad de la economía española.

COSTES LABORALES UNITARIOS NOMINALES Y REALES

1991 = 100



Fuente: Eurostat.

Como hemos visto, pues, no han desaparecido totalmente las deficiencias observadas en el mercado de trabajo español, a pesar de los esfuerzos realizados hasta el momento presente. En estas circunstancias, ¿qué más se puede hacer? Sin lugar a dudas, habría que seguir profundizando en el proceso de reformas emprendido para que nuestra economía se adaptara mejor a las exigencias del entorno competitivo en que se mueve. La revisión de los costes de despido, la redefinición de un nuevo marco para la negociación colectiva (que es un aspecto al que no se ha prestado demasiada atención hasta ahora) y la mejora de los mecanismos de protección del desempleo continúan siendo las propuestas de actuación prioritarias, como la OCDE y otros organismos internacionales vienen señalando insistentemente.

Resumen

En los últimos años, la onda expansiva del ciclo ha dado lugar a una intensa generación de empleo, que ha enmascarado algunos de los problemas endémicos del mercado de trabajo español. Pero si no se toman las medidas correctivas oportunas, podríamos verlos resurgir con más fuerza, en una eventual fase cíclica adversa. Por otra parte, aunque no se ha producido hasta ahora el shock asimétrico temido por algunos, no se puede descartar que se produzca en el futuro. En estas eventualidades, y en ausencia de autonomía en materia de política monetaria y cambiaria, cobra aún más vigor la necesidad de seguir reformando la regulación del mercado de trabajo en la línea de dotarlo de la flexibilidad necesaria para mantener la pauta de crecimiento que lo ha caracterizado en los primeros años de la moneda única.

XVI. En busca de la competitividad perdida

El primero de enero de 1999, la peseta cedió al euro el papel de moneda nacional, a una relación de 166,386 pesetas por euro. Este tipo de conversión, único e invariable, determina la posición competitiva de los productos españoles frente al exterior, fijando unos parámetros de precios y costes relativos que ya no van a ser alterados por eventuales fluctuaciones del tipo de cambio. Desde una perspectiva histórica, cabe preguntarse si el tipo de conversión establecido puede considerarse como favorable o no; en cualquier caso en ausencia de futuros movimientos monetarios, la cuestión es mantener las condiciones actuales, rompiendo con la tradición de retroceso competitivo que solía registrar la economía española. En este capítulo se discuten algunos aspectos relacionados con los factores que determinan la capacidad de competir de nuestra economía en el nuevo entorno definido por la UEM.

16.1. El tipo de conversión, en perspectiva

¿El tipo conversión de la peseta para su integración en el euro benefició realmente a los intereses españoles? Esta pregunta, que se refiere sin duda a una cuestión primordial (marcó el signo de nuestras relaciones futuras con el resto de países de la UEM), no admite a priori una fácil respuesta. En realidad, la estimación del tipo de cambio de equilibrio de una moneda es un problema muy complejo, para el que, a pesar de la variedad de enfoques posibles, no se ha hallado todavía una solución plenamente satisfactoria.

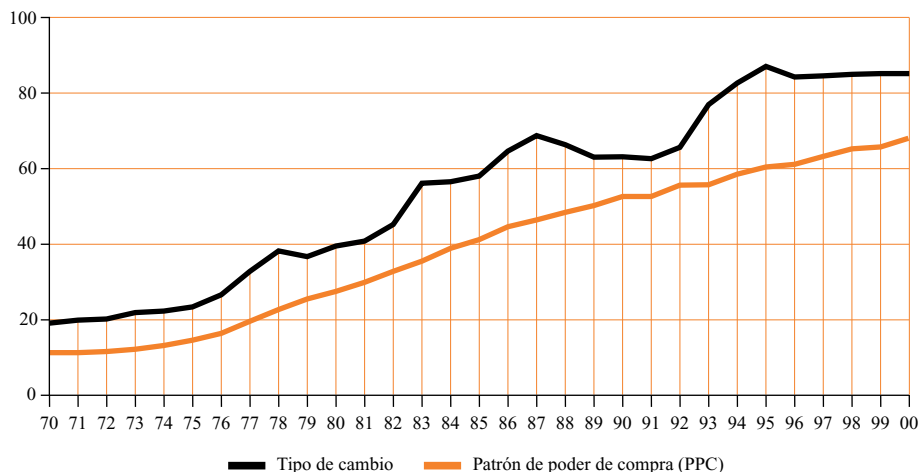
En una primera aproximación, podemos recurrir al denominado *patrón de poder de compra*. Este concepto, como hemos visto antes, se refiere a la paridad teórica entre distintas monedas que consigue igualar el valor de una misma cesta de bienes en los países respectivos. Se trata, en definitiva, del tipo de cambio ideal hacia al que se tendería si existiera un arbitraje perfecto que acabara limando las diferencias de precios existentes. A pesar de sus evidentes limitaciones –se ignora la incidencia de factores diversos como el grado de apertura y de competencia en los mercados, los costes de transporte y distribución, la renta per cápita, las pautas de comportamiento, etc.–, se trata de un método relativamente simple para realizar una primera aproximación al tema.

Partiendo de esta premisa, observamos que en el momento de integrarse en el euro el tipo bilateral de la peseta contra el marco alemán y el franco francés estaba relativamente infravalorado con respecto a los patrones teóricos, pero no se apartaba demasiado de las tendencias observadas en los últimos años. Desde este punto de vista, podemos considerar que el tipo de

Gráfico 16.1

PARIDAD DE LA MONEDA ESPAÑOLA

Pesetas por marco alemán



Fuentes: Banco de España y OCDE.

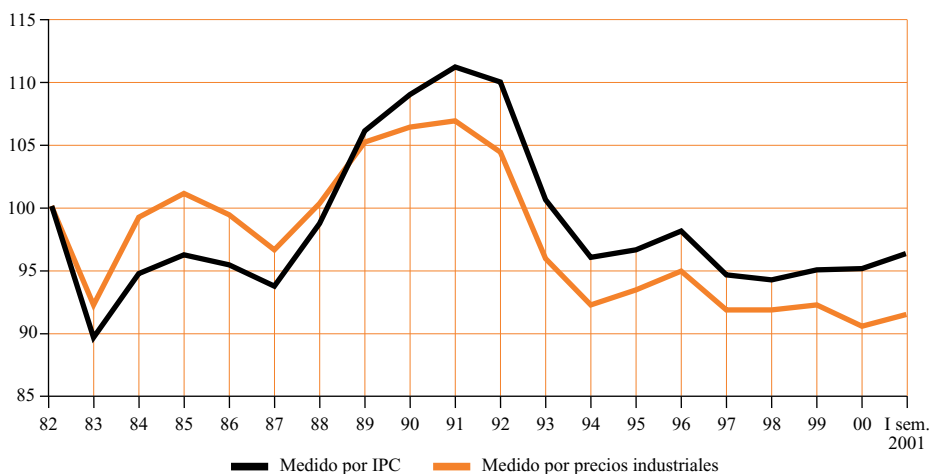
conversión de la peseta fue bastante ajustado, consolidándose quizás un cierto margen favorable para nuestra divisa.

Desde otra perspectiva, la evolución del *tipo de cambio efectivo real* de nuestra moneda (calculado a partir del tipo de cambio nominal y el diferencial de precios existente frente a los demás países) permite llegar a una conclusión similar. El episodio de máxima fortaleza que vivió la peseta al final de la década de los ochenta, impulsada por los elevados tipos de interés nacionales, supuso una considerable pérdida de competitividad (en 1991 el cambio efectivo real frente a la UE se había apreciado en más de un 15% con respecto a los niveles registrados a mediados de la década anterior). Pero a partir de 1992, las sucesivas devaluaciones que protagonizó nuestra moneda restablecieron unos valores más razonables para la divisa española, hasta el punto de que durante el año 2000 y en el primer semestre de 2001 el cambio efectivo real frente a la UE, medido por los precios industriales, se situaba en mínimos históricos, tal como puede apreciarse en el gráfico adjunto –la caída del índice expresa una mejora de la posición competitiva de nuestro país; y lo contra-

Gráfico 16.2

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE A LA UE

Base: 1982 = 100



Fuentes: Banco de España y Ministerio de Economía.

rio, una subida—. Por añadidura, frente a terceros países, la ganancia de competitividad se amplió considerablemente a partir de 1999 como consecuencia de la depreciación del euro.

16.2. ¿Ha sabido capitalizar la economía española el favorable tipo de conversión?

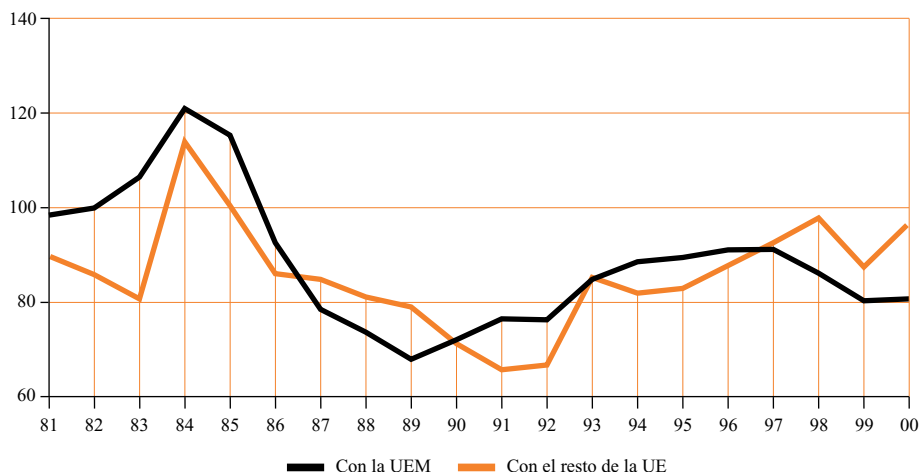
La fuerte expansión de los últimos años avalaría, desde luego, una respuesta afirmativa aunque, como hemos visto en el capítulo XIII, este impulso vendría auspiciado en gran medida por el sustancial recorte de tipos de interés y el marco de estabilidad macroeconómica asociado a la nueva unión monetaria.

En el plano comercial, sin embargo, los efectos no serían tan evidentes. En efecto, en los dos primeros años de vida del euro, el aumento de las exportaciones a la UEM se ralentizó ligeramente (por debajo del 11%), siendo netamente inferior al correspondiente a las ventas a otros países (miem-

Gráfico 16.3

TASA DE COBERTURA DE LAS EXPORTACIONES

Porcentaje de exportaciones sobre importaciones



Fuentes: Departamento de Aduanas y Ministerio de Economía.

bros y no miembros de la Unión Europea), que crecieron en torno a un 14%. Por el contrario, las importaciones procedentes de la UEM se aceleraron notablemente (por encima del 14%), igual que las de los países restantes. En definitiva, se amplió sensiblemente en dicho periodo el déficit comercial con el resto de la UEM o, lo que es lo mismo, se redujo significativamente el porcentaje de cobertura de nuestras exportaciones en dicha zona (pasaron del 91% en 1997 a cerca del 81% en 2000).

El ritmo expansivo de la demanda interna española, superior al del conjunto de la UEM, justificaría en parte el comportamiento de los intercambios comerciales con la eurozona, pero también, y de modo más preocupante, la continua erosión de nuestra competitividad frente al resto de países (derivada de nuestros niveles de inflación superiores) habría podido influir en la evolución indicada. Hacia el final de 2000, el tipo de cambio efectivo real frente a la UEM había empeorado en un 2,1%, medido por el IPC, y casi un 5,5%, según los costes laborales unitarios de manufacturas (la baja productividad de la economía española sería un factor determinante para ello), con respecto al momento en que inició su andadura el euro.

En términos de los precios industriales y de los valores unitarios de las exportaciones, la pérdida de competitividad ha sido prácticamente nula, en la medida que, hasta ahora, los incrementos de costes han podido ser absorbidos por los márgenes empresariales. En definitiva, pues, al partir de una situación inicial relativamente favorable, como señalábamos antes, el impacto del deterioro del tipo de cambio efectivo real ha sido por el momento muy limitado, pero sin lugar a dudas, la continuidad de dicha tendencia sería preocupante a medio plazo.

16.3. Las reformas estructurales, otra vez

Hemos de volver aquí a lo expuesto en el primer capítulo de esta parte. Sin el concurso de la política monetaria, supeditada al marco más amplio de la UEM, las reformas estructurales, junto con la política fiscal, se convierten ahora, a los efectos prácticos, en las únicas vías de actuación de la política económica. Pero también, en el plano microeconómico, las empresas necesitan adaptarse a las exigencias del mercado en lo referente a la calidad

y diseño de productos, y los procesos y los costes de producción. Para cumplir dicho objetivo deben mejorar continuamente las técnicas de gestión y aplicar la tecnología disponible, potenciando dentro de lo posible las líneas de investigación, desarrollo e innovación propias.

Las responsabilidades del sector público apuntan a la creación de un marco favorable que estimule o, como mínimo, haga posible este desarrollo. La liberalización de los mercados de productos y servicios, la mejora de la dotación de infraestructuras (que requiere un esfuerzo de inversión importante y correctamente dirigido) y el reequilibrio del gasto público a favor de la educación y la investigación son, como hemos visto antes, algunas de las actuaciones necesarias. En última instancia, la mejora de la competitividad será una de las consecuencias o, si se prefiere, la prueba palpable del éxito o el fracaso de los esfuerzos realizados por todos los agentes económicos.

16.4. ¡Que inventen ellos!

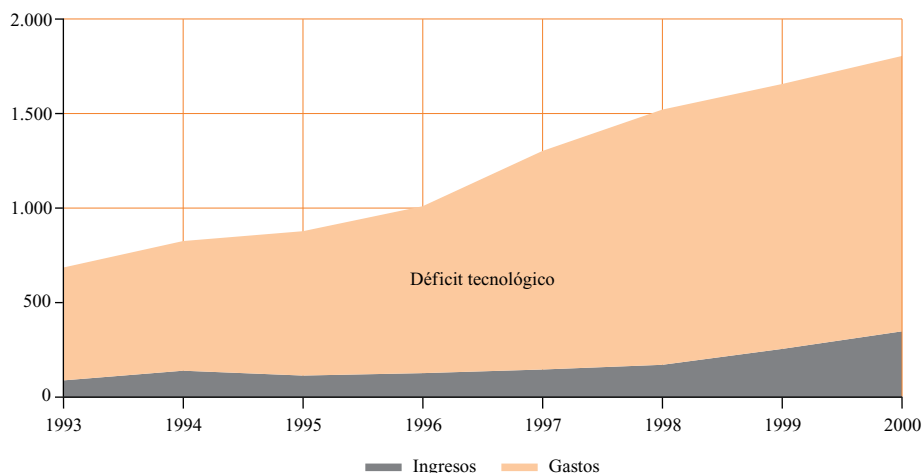
La insuficiente dimensión de las actividades de investigación y desarrollo (I+D) es una de las debilidades crónicas de nuestro país, que se traduce en una creciente dependencia tecnológica del exterior. La balanza de pagos nos presenta una foto fija de esta situación. Entre 1996 y 2000, sólo un 17% aproximadamente de los gastos por explotaciones de patentes y similares (que ascendieron a 1.818 millones de euros en 2000) quedó cubierto por los ingresos correspondientes.

Desde luego, el esfuerzo inversor de nuestro país en I+D queda claramente en entredicho en comparación con el de nuestros socios europeos. Los gastos internos totales por dicho concepto no alcanzaban en 1999 el 0,9% del PIB, la mitad aproximadamente de la media de la UE y una tercera parte del promedio de Francia y Alemania. En el ranking comunitario nos situamos claramente en el furgón de cola, ligeramente por delante sólo de Grecia y Portugal. La insuficiente participación del gasto privado empresarial, que en España ronda el 0,4% del PIB, frente al 1,1% en la UE (1,5% en Francia y Alemania), explica en gran medida la posición retrasada de nuestro país. En cambio, en lo referente al esfuerzo del sector público, nuestra distancia con el estándar comunitario es mucho menor (0,15% del PIB en España frente al 0,30% de la UE).

Gráfico 16.4

BALANZA DE PAGOS. ROYALTIES Y RENTAS DE LA PROPIEDAD INMATERIAL

Millones de euros



Fuente: Banco de España.

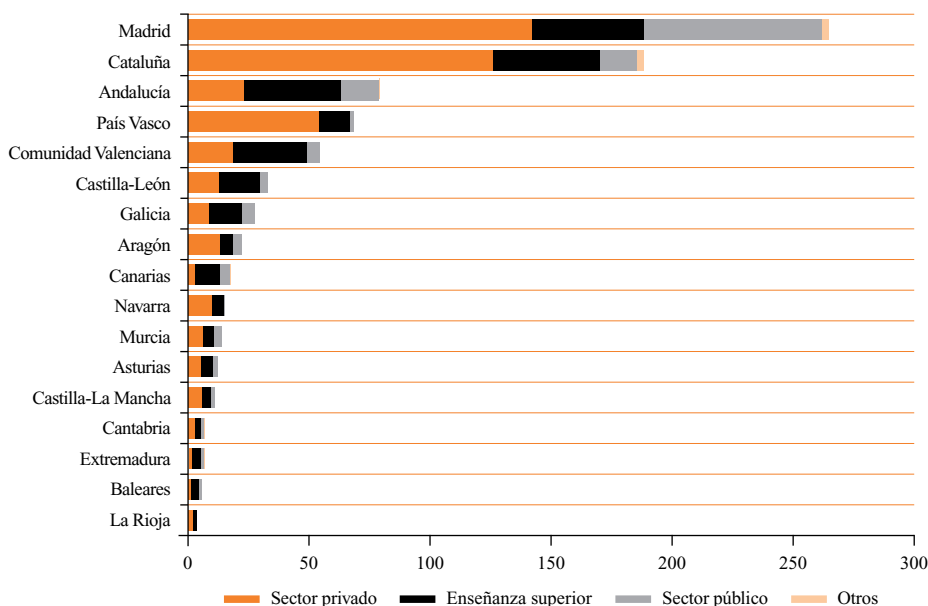
En cuanto a la difusión territorial, el gasto en I+D se encuentra muy polarizado en torno a Madrid y Cataluña. La comunidad madrileña lidera el ranking de las autonomías, con un gasto equivalente al 1,6% del PIB regional, gracias fundamentalmente a la aportación del sector público, que destina a dicha comunidad más de la mitad del gasto total, frente al 11% recibido por Cataluña y Andalucía y las menores cuantías restantes. El gasto privado se halla también muy concentrado en Madrid y Barcelona, pero en este caso en porcentajes bastante equiparables. En términos relativos, destaca el esfuerzo realizado por el País Vasco (1,2% del PIB), gracias fundamentalmente al peso del sector privado (0,9% sobre el PIB, el más elevado de todas las comunidades autónomas).

En el sistema económico internacional, la competitividad de un país es el resultado de su capacidad de innovación, entre otros aspectos. Ésta depende a su vez de múltiples factores, que van desde la propia capacidad tec-

Gráfico 16.5

INVERSIÓN EN I+D EN 1999

Miles de millones de pesetas



Fuente: INE.

nológica a otros elementos intangibles, como el diseño, la formación profesional, el *know-how* empresarial, etc. El esfuerzo realizado por España en la última década ha sido importante, pero insuficiente para acercarse significativamente a los estándares europeos, por no referirnos a los correspondientes a países punteros, como Estados Unidos y Japón, todavía más distantes. Para potenciar nuestra capacidad competitiva en el escenario europeo y, con mayores exigencias, en el marco del euro, se requeriría un esfuerzo adicional importante para superar el considerable retraso acumulado. La adopción por el Gobierno del Plan Nacional de Investigación Científica, Desarrollo e Innovación Tecnológica 2000-2003, es un paso que se ha dado en la buena dirección, en cuanto a la toma de conciencia que representa y los ambiciosos objetivos planteados.

16.5. ¿Dónde está la nueva economía?

La *nueva economía*, convertida por algunos en el emblema de nuestra sociedad postindustrial, se basa principalmente en el desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC). Su incidencia sobre las estructuras de oferta y demanda ha incrementado considerablemente la eficiencia de los sistemas productivos y está modificando de modo significativo las relaciones empresariales y las formas de distribución y consumo. En el plano macroeconómico, el incremento de la productividad, la contención de los costes y, en último término, el aumento del output real son los principales beneficios que se le atribuyen comúnmente.

Según algunas estimaciones, la difusión de la *nueva economía* en España podría generar en los próximos diez años un aumento adicional de la productividad del trabajo y del PIB superior a medio punto anual, con un efecto minorativo sobre los precios equivalente a un 1% anual, por término medio. Pero, de momento, partimos de una posición muy retrasada. A partir de una selección previa de indicadores del sector TIC (empleo, valor añadido, gasto en investigación y desarrollo, comercio internacional, etc.), la OCDE sitúa a España en el grupo de países con baja intensidad TIC, junto con Portugal, Bélgica y Alemania, entre nuestros socios comunitarios, y Polonia y la República Checa, entre los más cercanos a nuestro entorno. En el resto de la UE, nos superan Austria, Dinamarca, Francia, Grecia, Países Bajos e Italia, que figuran en el grupo de intensidad media, y Finlandia, Suecia, Irlanda y Reino Unido, que se sitúan en el grupo de alta intensidad TIC, junto con Estados Unidos y Corea.

Sin lugar a dudas, Internet ha sido el principal factor de impulso de la *nueva economía*. En el ámbito empresarial, el *B2B* (*business to business*) está llamado a desempeñar un papel muy importante. En efecto, la utilización de la red en la gestión interna de las empresas y en los intercambios con clientes y proveedores repercute en un considerable aumento de productividad (descenso de los costes de información y comunicación, minimización de stocks, etc.) y abre amplias posibilidades en las formas de organización de los procesos productivos y de las fases del negocio. También cabe esperar que el *B2C* (*business to consumer*) tenga un fuerte desarrollo, favoreciendo la dis-

Cuadro 16.1

RANKING DE PAÍSES DE LA OCDE CLASIFICADOS POR GRUPOS DE INTENSIDAD EN TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN

Área	Intensidad alta	Intensidad media	Intensidad baja
Unión Europea	Finlandia Irlanda Suecia Reino Unido	Austria Dinamarca Francia Grecia Países Bajos Italia	Alemania Bélgica Portugal España
Otros países	Corea Estados Unidos Hungria	Canadá Islandia Japón México Noruega Suiza	República Checa Nueva Zelanda Polonia Turquía

Fuente: OCDE.

minución de barreras de entrada (mayor facilidad para instalar tiendas virtuales en comparación con las físicas) y la mejora de la gestión de stocks (fabricación sobre demanda efectiva).

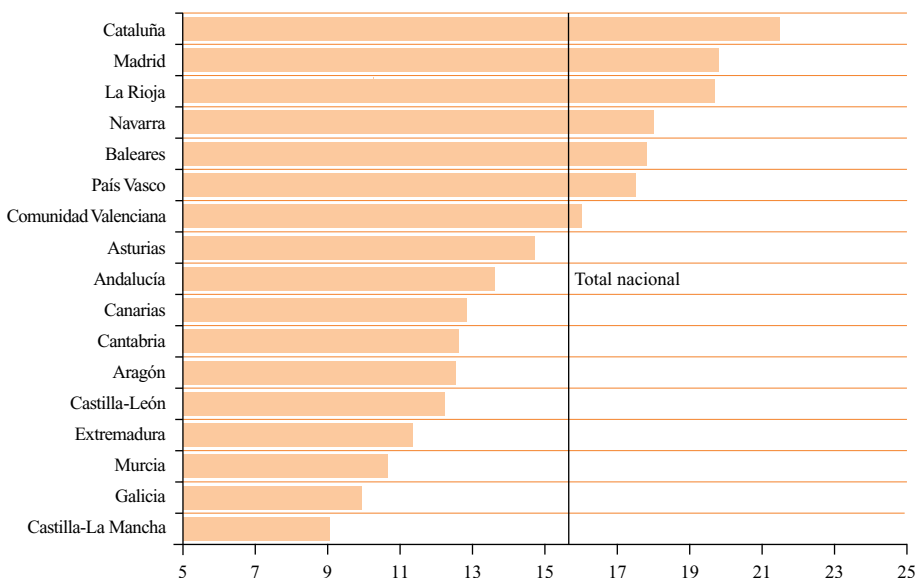
Según la Comisión del Mercado de Telecomunicaciones, el volumen de transacciones de comercio electrónico en España durante el año 2000 se aproximó a los 15.000 millones de pesetas, que representa un porcentaje ínfimo sobre el consumo privado (en torno a un 0,03% del total, frente a más de un 1% en Estados Unidos). La baja penetración de Internet en la sociedad española, junto a otros factores diversos (pautas de consumo, patrones culturales, etc.), serían las principales causas de la escasa aceptación de dicho servicio. En el índice elaborado por *The Economist Intelligence Unit*, que mide el grado de preparación para el comercio electrónico de 60 países de todo el mundo (en función de parámetros tales como el desarrollo económico, la conectividad y las infraestructuras de comunicaciones para el desarrollo de Internet), España ocupa el lugar 21 (por potencial económico nos correspondería el 10), por detrás de casi todos nuestros socios europeos, excepto Portugal y Grecia.

En la primavera de 2000, los usuarios de Internet (con conexión en el hogar) totalizaban en España un 10% de la población mayor de 15 años, la mitad aproximadamente que en la Unión Europea y muy lejos de las cifras de los países nórdicos, según el último informe del European Information Technology Observatory (EITO). De todos modos, la situación podría estar evolucionando muy deprisa. Según el Estudio General de Medios (EGM), el número de usuarios españoles de Internet (dentro o fuera del hogar) se habría doblado en el último año, para acercarse a casi el 20% en los meses iniciales de 2001. Cataluña continuaba encabezando el ranking de comunidades autónomas, con una penetración en los últimos doce meses del 21,5%, seguida de Madrid (19,8%), La Rioja (19,7%), Navarra (18,0%), Baleares (17,8%) y el País Vasco (17,5%).

Gráfico 16.6

PENETRACIÓN DE INTERNET. ABRIL 2000 A MARZO 2001

Porcentaje de usuarios sobre la población mayor de 14 años

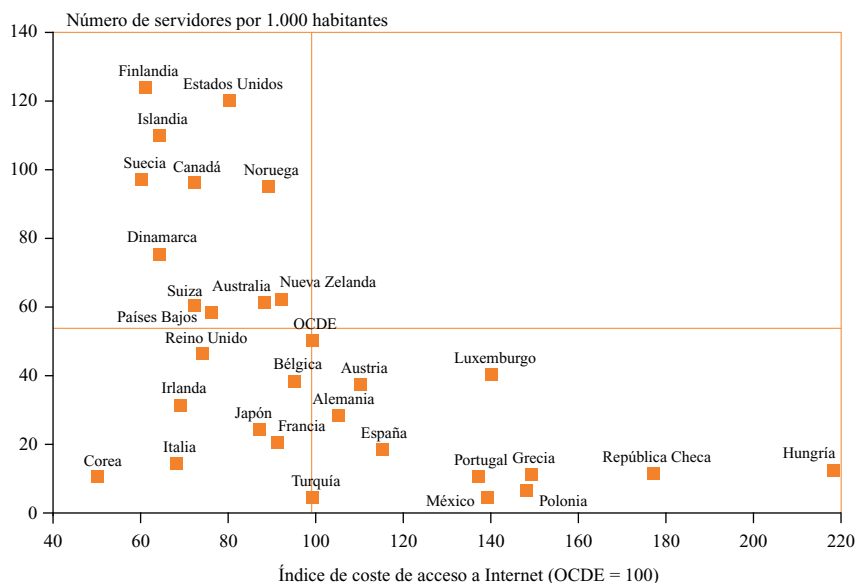


Fuente: EGM.

El coste de acceso a Internet es, desde luego, un factor importante para su difusión. La reciente introducción de tarifas planas en ciertas franjas horarias podría estar en la base del espectacular crecimiento detectado por el EGM. En 1999, el coste de acceso se situaba por encima de la media de los países de la OCDE, lejos de la mayoría de los países avanzados. En infraestructuras (redes de alta velocidad) y equipos básicos (PC, servidores de Internet, etc.) también ocupábamos, en general, los últimos lugares del ranking de países desarrollados, como puede apreciarse en el gráfico. Por el contrario, nuestra posición en el segmento de la telefonía móvil es mucho más satisfactoria, con un índice de penetración similar a la media europea (55%, según EITO). Teniendo en cuenta las posibilidades de conexión a la red de los terminales UMTS, los precios de esta tercera generación de telefonía móvil se convertirán en un factor clave para que nuestro país pueda realizar un avance importante, tanto en el aspecto cuantitativo (número de usuarios) como en el cualitativo (alta velocidad de transferencia de datos).

Gráfico 16.7

INTERNET: COSTE DE ACCESO Y DENSIDAD DE SERVIDORES



Fuente: OCDE.

Resumen

El reto de la competitividad debería ser asumido en varios frentes. De entrada, la estabilidad macroeconómica constituye un requisito esencial. Tras los avances realizados en la consolidación del gasto público, la batalla contra la inflación sería ahora la tarea más urgente para intentar recortar las diferencias que mantiene todavía nuestro país con sus principales socios comunitarios. Si no lo consiguiera, tendría que pagar a medio plazo un precio elevado, en términos de un menor crecimiento de la producción y el empleo. Actualmente, sin poder recurrir al ajuste cambiario ni a la política monetaria (diseñada para el conjunto de la eurozona), y teniendo en cuenta además los condicionantes que pesan sobre la política fiscal, se hace más necesario que nunca completar la liberalización de los mercados de bienes y servicios para apuntalar dicho objetivo. Junto a ello, el desarrollo de la investigación (básica y aplicada) y la extensión de las nuevas tecnologías de la información se convierten en instrumentos necesarios para progresar en el marco de la UEM, al lado de los países más dinámicos.

Conclusiones

El euro se creó el primero de enero de 1999 y once estados miembros de la Unión Europea lo adoptaron como moneda propia, en sustitución de sus antiguas monedas nacionales. Reino Unido y Dinamarca rechazaron dar el paso, acogándose a su peculiar estatus dentro del Tratado de la UE; Suecia incumplió deliberadamente algunos de los requisitos necesarios para formar parte de la eurozona y Grecia se vio relegada al no aprobar el examen de convergencia. Sin embargo, a partir del primero de enero de 2001 el país helénico se ha unido al grupo. Por tanto, la denominada zona del euro o eurozona está formada por Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Finlandia, Portugal, Irlanda, Grecia y Luxemburgo. Más de 300 millones de habitantes que generan un producto interior bruto de 6,5 billones de euros, un potencial económico que únicamente es superado por Estados Unidos.

La primera constatación relativa a la moneda única de la UE es el éxito de la operación legal de cambio de moneda. Una de las mayores incógnitas previas al lanzamiento del euro eran sus efectos sobre los contratos de todo tipo firmados antes de su advenimiento. ¿Sería necesario modificar los contratos de compraventa, de empréstito, de alquiler, etc., por el cambio de moneda nacional? ¿Podrían invocar los no residentes el cambio de moneda como razón para invalidar los contratos firmados con anterioridad con residentes en alguna de las antiguas zonas monetarias nacionales? Estos y otros temores, cuya materialización habría generado un auténtico caos jurídico,

fueron adecuadamente tratados en la legislación comunitaria y su aplicación a cada una de las normas nacionales. Así, el principio de continuidad de los contratos introducido en este contexto ha funcionado adecuadamente y el proceso legal de sustitución de las monedas nacionales por el euro se ha producido prácticamente sin contratiempos.

En cambio, no puede calificarse tan positivamente el uso del euro en la vida cotidiana, fuera del ámbito del sistema financiero y de algún reducto del sector empresarial. El hecho de que el euro no haya circulado en forma de monedas y billetes durante el periodo transitorio que terminaba a finales de 2001 lo hizo invisible a los ciudadanos. Las cuentas bancarias denominadas en euros detentadas por particulares representaban porcentajes ínfimos del total. En España, únicamente el 1,7% de cuentas estaban referidas a la moneda común; Alemania, Francia e Italia presentaban porcentajes superiores, pero otros países estaban muy por debajo. Algo parecido sucedía con los pagos, tanto en lo que se refiere a tarjetas de crédito como a talonarios de cheques. Sorprende también el hecho de que las administraciones públicas no actuaran en general a favor del cambio de moneda, optando por agotar el periodo transitorio y sin desarrollar una actitud proactiva. Únicamente en el sector financiero el euro fue utilizado regularmente, tanto en el mercado monetario, por las operaciones que realiza el Banco Central Europeo, como en los mercados de deuda, por la redenominación de toda la deuda pública, y en la bolsa, por el acuerdo de cotizar los títulos en la moneda única.

Sin euro físico, el largo periodo transitorio de tres años apenas fue aprovechado como etapa de preparación para la fase definitiva. Fuera del sistema financiero, las empresas en general optaron por posponer la adaptación al euro al final de dicho periodo transitorio, mientras que los ciudadanos, como se ha señalado, siguieron utilizando la *antigua* moneda nacional, escasamente conscientes del cambio jurídico producido en enero de 1999. Visto desde la perspectiva actual, se trata de decisiones racionales, en la medida en que para los empresarios los costes de transición son menores en la etapa final del proceso, mientras que para los consumidores operar simultáneamente con dos monedas es una complicación importante que no genera beneficio alguno. El fracaso del periodo transitorio en este sentido se pone de manifiesto en la campaña de sensibilización que desde mediados de 2001

desarrollaron los diferentes gobiernos nacionales, cuyo exponente más destacado fue la conversión anticipada a euros de las cuentas bancarias y medios de pago.

Hay que anotar, a lo largo de este periodo transitorio, un cierto alejamiento de la opinión pública de la idea de la moneda única. Las encuestas realizadas a ciudadanos de distintos estados de la zona del euro muestran un retroceso del apoyo de los mismos al euro. Lo mismo sucede en los países comunitarios fuera del euro. En septiembre de 2000, Dinamarca convocó un referéndum sobre la adopción de la moneda única cuyo resultado fue negativo. En el Reino Unido no se ha concretado fecha para la convocatoria del correspondiente referéndum, ante el nulo entusiasmo que provoca la idea de abandonar la libra esterlina. El escepticismo también se extiende por Suecia. Sin relación con la moneda única, pero vinculado a la percepción que los ciudadanos tienen de la UE en general, está el resultado negativo del referéndum irlandés de junio de 2001 para la ratificación del Tratado de Niza, un rechazo que se produce precisamente en uno de los países que más se ha beneficiado en los últimos años de su pertenencia a la UE. Puede ser que esta percepción sea debida a la caída de la cotización del euro respecto a otras monedas —el dólar de EE.UU. en particular— o a la sensación de inexistencia de un poder político sólido y único detrás de la moneda. O a la insuficiente confianza generada por las autoridades monetarias y financieras. En todo caso, el euro no ha podido actuar como dinero en el sentido pleno del concepto, al no existir en forma de billetes y monedas, y ello indudablemente ha constituido un hándicap añadido a la novedad de la experiencia.

En cambio, desde el punto de vista operativo de la política monetaria, el euro ha constituido un éxito. Los trabajos preparatorios desarrollados por el Instituto Monetario Europeo en años precedentes y la competente labor del Banco Central Europeo han permitido que los mercados monetarios funcionaran con toda normalidad, que el sistema haya dispuesto de la liquidez necesaria en cada momento y que no se produjeran rupturas respecto al periodo anterior. Ha sido preciso ajustar algunos aspectos de los mecanismos de regulación de la liquidez, pero en general el diseño inicial se ha revelado adecuado. La interconexión entre los sistemas de pagos de los países de la zona del euro a través del sistema TARGET también ha funcionado adecuadamente.

En definitiva, se trata de un resultado meritorio ya que no debe olvidarse que no existían precedentes de una operación de este alcance y magnitud, con un banco central haciéndose cargo de la noche a la mañana de una zona monetaria de grandes dimensiones y económicamente muy diversa.

A menudo se ha cuestionado la estrategia de política monetaria llevada a cabo por el SEBC. El mandato del Tratado es claro: estabilidad de precios. A partir de ahí existen diversas opciones para alcanzar el objetivo. La autoridad monetaria única optó por un diseño de política monetaria parecido al que desarrollaba el *Bundesbank*, el banco central alemán, en el cual el seguimiento de las magnitudes monetarias representativas de la cantidad de dinero en circulación juega un papel destacado. Muchos observadores han criticado esta opción como inadecuada, ya que a menudo es difícil interpretar los movimientos de las magnitudes monetarias, que pueden no responder a las tensiones inflacionistas de fondo. Se ha propuesto, en cambio, la fijación de un objetivo directo de inflación, una opción más sencilla y fácil de comprender por parte del público. Además, en los últimos años ha habido una tendencia general por parte de los bancos centrales a adoptar objetivos directos de inflación, como fue el caso del Banco de España. Aun tratándose de una polémica interesante, hay que tener en cuenta que el BCE, como antes el *Bundesbank*, aplica un enfoque pragmático y antes de tomar sus decisiones pondera todos los factores en juego, de manera que a efectos prácticos los resultados probablemente no serían muy diferentes. Obsérvese, por ejemplo, que la evolución de la M3 se ha situado persistentemente por encima del objetivo fijado por el BCE, y en cambio ello no ha provocado una reacción restrictiva por parte de la autoridad monetaria.

El resultado de la política monetaria presenta algunos tintes contradictorios. El BCE creyó conveniente cuantificar el concepto de estabilidad de precios establecido en el Tratado para así dar mayor transparencia a su actuación (lo cual no significa fijar un objetivo de inflación). Dicha estabilidad, según el banco de Francfort, se define como un incremento del índice de precios de consumo de la zona del euro no superior al 2% en tasa anual, entendiéndolo en un horizonte a medio plazo. Pues bien, desde principios del año 2000, la tasa del IPC armonizado del conjunto de la zona del euro se ha instalado permanentemente por encima del umbral del 2%. ¿Fracaso de la política monetaria?

No exactamente. Un factor exógeno como es el precio del crudo de petróleo es el principal responsable de dicha actuación, y en la medida en que se trata de un factor coyuntural que escapa del control de la política económica interna debe descontarse del cómputo inflacionista. Pero incluso eliminando el efecto de la energía la inflación se sitúa claramente por encima del 2%. Objetivamente, puede afirmarse que la política monetaria ha sido excesivamente laxa, de acuerdo con los principios definidos por el propio BCE. Pero ciertamente los agentes económicos no han alterado su percepción de que la zona del euro es un área de precios estables, y más bien recriminan al BCE que aplique una política monetaria excesivamente restrictiva.

Indiscutiblemente, la mayor decepción de estos tres años de periodo transitorio ha venido del tipo de cambio del euro. Contradiciendo todos los pronósticos, que auguraban una moneda *fuerte*, la cotización del euro en los mercados de divisas se ha caracterizado por una continua caída, con escasos periodos de estabilidad o recuperación. El persistente desplome de la moneda única se ha llevado consigo muchos de los argumentos aducidos para dar una explicación mínimamente convincente. Casi todos los análisis coinciden en que el euro está subvalorado con relación al dólar, pero la recuperación no llega. Muchos han reclamado una actuación del BCE, pero éste se ha resistido porque su mandato no incluye necesariamente un objetivo de tipo de cambio. En última instancia, la responsabilidad del tipo de cambio recae en el Consejo de la UE, pero éste no ha pasado de las meras declaraciones, puesto que de otra forma podría entrar en un delicado conflicto con la política monetaria. ¿Qué es lo que falla? El debate está abierto. En todo caso, desde una perspectiva de largo plazo no hay duda de que las divisas internacionales sufren grandes fluctuaciones –el dólar de EE.UU. es un ejemplo de ello– y quizás es todavía pronto para emitir juicios concluyentes sobre la debilidad del euro. Lo cierto es que la evolución de la moneda única ha frustrado las perspectivas de que el euro se convirtiera rápidamente en una moneda de reserva capaz de competir con el dólar, o de que ganara alguna cota en su utilización como medio de pago de referencia internacional en el ámbito de las materias primas o los productos industriales.

La debilidad del euro ante el dólar ha alentado la búsqueda de razones económicas a dicha discordancia. Ciertamente, hasta bien entrado el año 2000

EE.UU. vivió la exuberancia de la *nueva economía*, que espoleaba el crecimiento y actuaba como un imán sobre las inversiones extranjeras. Comparada con el dinamismo americano, la economía europea presenta rasgos estructurales que la sitúan en desventaja en la realidad económica actual. Tres son los frentes donde ello se hace más evidente. En primer lugar, en el mercado de trabajo, donde los aspectos institucionales –mecanismos de protección del empleo, de negociación colectiva, de subsidio de paro, etc.– explican en gran medida un nivel de desempleo notablemente mayor que el norteamericano. En segundo lugar, y quizás como contrapartida a la mayor rigidez laboral, un alto grado de regulación e intervención administrativa en los mercados de bienes y de servicios europeos, que reduce el nivel de competencia y de eficiencia de los mismos. Por último, el tercer elemento que completa la singularidad europea es el elevado peso del sector público en la vida económica, exigencia del modelo de protección social definido por el denominado Estado del Bienestar, y que comporta un importante esfuerzo fiscal.

El euro, precisamente, debía actuar como catalizador de las energías dispersas de las economías europeas, al perfeccionar el mercado único, abriendo una mayor competencia y transparencia en los mercados. Pero este efecto, lógicamente, sólo puede darse en el medio o largo plazo, y apenas tres años después de la implantación del mismo –y con las limitaciones señaladas más arriba– no es posible disponer de datos ni de evidencia empírica de tal suceso. La excepción la constituyen los mercados financieros, donde el *efecto euro* ha sido contundente. La integración de los mercados monetarios nacionales ha sido casi total, como se esperaba, registrándose además un significativo aumento de las operaciones interfronterizas. En 1999, las emisiones de bonos de renta fija denominados en euros en los mercados internacionales llegaron a superar a las denominadas en dólares. La ola de fusiones y adquisiciones que siguió al lanzamiento del euro promovió el desarrollo del segmento del mercado de renta fija privada, que de todas formas no alcanza el tamaño del norteamericano. En el mercado de deuda pública se ha producido una convergencia de composición de la deuda por tipo de instrumento y plazo, mientras que los tipos de interés han convergido hacia el marcado por el bono alemán. Se han desarrollado nuevas plataformas de negociación electrónica, han bajado las tarifas y ha mejorado la competencia y el servicio. Los inversores de la

eurozona han diversificado sus carteras y ya no las dividen por países sino por sectores. La *bolsa única* que algunos predecían no parece cercana, pero los movimientos de concentración están siendo muy importantes.

Desde la estrecha perspectiva coyuntural que permite el periodo transitorio, al euro sí cabe atribuirle un papel de estímulo a la algo alicaída actividad de la zona. En otras palabras, la depreciación del euro ha tenido la virtud de contrarrestar la debilidad de la demanda interna de la economía comunitaria, al mejorar la competitividad de las exportaciones, sin suponer una carga relevante en el cómputo de la inflación.

Pero el euro no es sólo una moneda. Forma parte del proyecto de lo que el Tratado de Maastricht denomina la Unión Económica y Monetaria, que pretende alcanzar un área de estabilidad macroeconómica que contribuya a conseguir un desarrollo equilibrado y sostenible. Otro elemento importante de este proyecto es, por tanto, una coordinación de las políticas económicas orientada a colaborar con la política monetaria para mantener la estabilidad de los precios, lograr unas condiciones monetarias y financieras adecuadas y sentar las bases de una economía competitiva. El euro ha arrebatado las competencias monetarias y de tipos de cambio a los países que forman parte de la zona, pero en lo que se refiere al resto de políticas económicas nacionales, su autonomía también está limitada. El Tratado no unifica la política económica, pero deja claro que las diferentes actuaciones nacionales son una *cuestión de interés común* y otorga al Consejo la coordinación de las mismas. Dicha coordinación es un asunto complejo que todavía está en plena evolución desde que en 1993 el Consejo elaborara las primeras *Orientaciones Generales de Política Económica*, documento anual que define los criterios de actuación nacionales.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento es probablemente el elemento más conocido del ciclo de coordinación de las políticas económicas. Su objetivo es eliminar de forma permanente los déficits de las cuentas públicas y, de paso, reducir los volúmenes de deuda en circulación. Se considera que detrás de una moneda sólida y estable deben haber unos presupuestos públicos equilibrados. Se trata, además, de obligar a mantener la disciplina presupuestaria a los estados de la zona del euro, evitando la tentación de caer en políticas laxas una vez que la competencia monetaria ha sido traspasada a Francfort.

Los efectos económicos de los tres primeros años de existencia del euro son difíciles de precisar, como se ha señalado más arriba, dado que dicho periodo no es tiempo suficiente para alcanzar resultados concluyentes. En el caso de España, la participación en la UEM suscitó un vivo debate en círculos económicos y académicos en torno a los costes y los beneficios de dicha integración. Ceder la competencia sobre el tipo de cambio significaba perder un mecanismo compensatorio fundamental para una economía aquejada de más inflación y más paro que la media de la Unión. Si los costes productivos aumentaban más y no era posible ya compensarlos con una depreciación controlada de la peseta, ¿cómo podrían mantener las empresas españolas su competitividad frente a un mercado único mucho más abierto y transparente? ¿Sería capaz el sistema productivo de ponerse a la altura del reto que se abría ante él en términos de calidad, eficiencia, capacidad técnica, potencia financiera y flexibilidad? ¿Sucumbiría el aparato económico sin las muletas de una moneda débil? Muchos interrogantes se abrían ante una de las decisiones más importantes de la historia económica reciente.

Pero las expectativas de que la economía se inscribiera en un nuevo marco de estabilidad macroeconómica cambiaron de raíz el contexto económico mucho antes de la efectiva puesta en marcha de la moneda única. En efecto, desde el primer momento las autoridades políticas dejaron claro el interés en formar parte del club del euro, una opción que era tácitamente aprobada por el empresariado. España no partía de una situación excesivamente prometedora. La peseta sufrió duramente la crisis monetaria de 1992-1993 y en 1995 tuvo que aceptar una nueva devaluación en el seno del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. En determinados ambientes europeos se estimaba más conveniente para el lanzamiento del euro formar un núcleo selecto de países, con Francia y Alemania a la cabeza, y dejar para más adelante la entrada de las economías con mayores desequilibrios o con un historial de ortodoxia monetaria más discreto, entre las que se incluía España.

España tuvo pues que aplicarse desde el primer momento en *aprobar* los criterios de convergencia que el Tratado establece como exigencia para pasar a la tercera fase de la UEM. A la vez, el deterioro general de la coyuntura en los primeros años noventa complicó enormemente el cumplimiento de los criterios de convergencia a la mayor parte de países. Cuando en 1996,

poco después de plantearse la posibilidad de poner en marcha la moneda única tal como había previsto el Tratado de Maastricht, la realidad se impuso de forma contundente: sólo Luxemburgo cumplía fielmente los criterios. Es por ello que poco a poco se fue abriendo la posibilidad de que la economía española estuviera presente en el lanzamiento del euro. Y esta perspectiva provocó un giro insospechado a la coyuntura española, al anticipar los beneficios de la unión monetaria aun antes de que ésta se materializara.

En efecto, a partir de mediados de los años noventa se puso en marcha una especie de *círculo virtuoso*, desencadenado por la creciente convicción de que España estaría presente en el grupo de países que pondría en marcha la moneda única. Por una parte, la política económica se dispuso a afrontar los retos que exigía Maastricht: lucha contra la inflación, equilibrio de las finanzas públicas, reformas estructurales, etc. Por otra, tanto empresas como sindicatos tomaron consciencia de la magnitud del reto que se acercaba y obraron en consecuencia. Sentadas estas bases, fue posible que la economía española se inscribiera en la tendencia a la *desinflación* que dominaba a nivel internacional. Menos inflación significó menores tipos de interés. El descenso de los costes de financiación representó una ayuda inestimable a la reducción del déficit público. Como consecuencia, el sector privado dispuso de más financiación a mejor precio, lo que permitió un saneamiento general de los balances y un fuerte aumento de la capacidad de inversión. La mejora de la situación de las empresas impulsó la creación de empleo, el consumo privado y el crecimiento económico. Un círculo virtuoso que no hubiera sido posible de no disponer de la perspectiva de incorporación de la peseta en el euro.

O por lo menos no hubiera sido posible en la misma medida. En el supuesto de que el proyecto de UEM no hubiera existido y de que la política monetaria del Banco de España hubiera seguido respondiendo a los parámetros tradicionales, la trayectoria de los tipos de interés hubiera sido ciertamente distinta. Un ejercicio de simulación muestra que el efecto de la perspectiva de la UEM sobre los tipos de interés ha permitido liberar entre 3 y 4 billones de pesetas en términos de ahorro de costes financieros desde 1998. Las familias se vieron inicialmente perjudicadas, debido a que sus activos financieros superan a los pasivos (el sector familias e instituciones sin fines de lucro es ahorrador neto), pero el relanzamiento de la inversión empresarial, la creación

de empleo y las mejores condiciones de financiación estimularon el gasto de consumo e inversión de las unidades familiares. Hay que notar, por otra parte, que el euro resguarda a la economía española de las tormentas financieras internacionales. No es nada aventurado suponer que de no estar en el euro, acontecimientos como los atentados terroristas del 11 de septiembre hubieran impactado contra la peseta en forma de depreciación, elevación de los tipos de interés e implantación de medidas de política económica que indirectamente hubieran perjudicado en mayor medida al crecimiento económico y a la generación de empleo.

Otro elemento que juega a favor de la economía española ha sido el tipo de conversión de la peseta al euro. Después del episodio de máxima fortaleza del tipo de cambio nominal de la peseta a finales de los años ochenta y principios de los noventa, que repercutió duramente sobre la capacidad competitiva de los sectores exportadores, la crisis monetaria de 1992-1993, combinada con la devaluación de 1995 situaron a la peseta en un nivel relativamente bajo. Este nivel se mantuvo sin grandes variaciones en la segunda mitad de la década, de manera que cuando en 1998 se decidieron los tipos de conversión al euro, el correspondiente a la peseta reflejaba esta favorable relación. A partir de 1999, la depreciación del euro ha permitido también mejoras de la competitividad frente a países terceros.

En definitiva, la combinación de las expectativas de la UEM y una política económica adecuada dieron un notable empuje a la economía en la segunda mitad de los años noventa. El riesgo ahora es creer que la prueba está superada y que los interrogantes que se planteaban en un principio están resueltos. Por el contrario, a medida que se va desvaneciendo el círculo virtuoso inicial van apareciendo las debilidades estructurales que aquejan a la economía española. Un indicador relevante en este sentido es la persistencia de un diferencial de inflación positivo respecto a la zona del euro. La política monetaria del BCE se ha revelado como excesivamente distendida desde el punto de vista de las condiciones inflacionistas españolas. En cualquier caso, el hecho es que la economía española se sitúa en el lado más inflacionista dentro de la eurozona. Hasta cierto punto este diferencial sería admisible si fuera acompañado de una mejora equivalente de la productividad, puesto que en tal caso se preservaría la capacidad competitiva. Pero no es esto lo

que muestran las estadísticas; por el contrario, la productividad aumenta de forma muy discreta, por debajo de la media comunitaria. Ello sugiere que el diferencial de inflación responde a desajustes de demanda o a rigideces en el funcionamiento de los mercados, lo cual supone un riesgo cierto para la capacidad competitiva frente al exterior.

También los costes laborales aumentan por encima de lo que lo hacen los del conjunto de la zona del euro, presionando por tanto sobre la capacidad competitiva de las empresas. Las deficiencias del mercado de trabajo español son evidentes y se ponen de manifiesto en una tasa de paro que es la más elevada de la OCDE. Desde mediados de los años ochenta se han llevado a cabo varias reformas de la normativa que han contribuido a modernizar el mercado laboral, pero subsisten anomalías como la escasa movilidad regional, el exceso de temporalidad en los contratos, el desarrollo insuficiente de la contratación a tiempo parcial, etc. Aunque los costes laborales españoles siguen siendo de los más bajos de la UE, no cabe olvidar que en un futuro más o menos lejano la incorporación de nuevos países a la UE situará los costes españoles en una zona intermedia, de manera que la ventaja relativa de éstos se desvanecerá rápidamente.

En definitiva, desde un primer momento sabíamos que el reto de la moneda única era el de poder competir en el mercado único sin más auxilio que las propias capacidades. Los años previos y el periodo de transición han constituido una etapa brillante para la economía española en términos de crecimiento y de creación de empleo. Pero no hay que pasar por alto las favorables circunstancias que han rodeado estos años, como se ha explicado más arriba. Probablemente, el desafío empieza ahora, cuando la marea inicial se ha retraído y quedan al descubierto las auténticas fortalezas y debilidades de cada uno.