



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 19.6.2002
COM(2002) 332 final

COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN

**La zona del euro en la economía mundial
–balance de los tres primeros años –**

COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN

ÍNDICE

SÍNTESIS	3
1. SITUACIÓN ECONÓMICA Y LOGROS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA	8
1.1 Ralentización de la economía mundial durante el tercer año de la moneda única.....	8
1.2 El tipo de cambio del euro y las cuentas exteriores	10
1.3 Políticas macroeconómicas en la zona del euro	12
1.4 Coordinación de políticas económicas en la UEM	15
2. SEGUIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN SALARIAL EN LA UEM	17
2.1 Introducción	17
2.2 Evolución global de los salarios: algunos aspectos importantes.....	18
2.3 Factores de la moderación salarial observada en los últimos años	20
3. INVERSIÓN Y POTENCIAL DE CRECIMIENTO EN LA ZONA DEL EURO	23
3.1. Evolución de la inversión en la zona del euro en los años noventa	23
3.2 Factores determinantes de la inversión en la zona del euro	25
4 EL SISTEMA FINANCIERO DE LA ZONA DEL EURO	28
4.1 Evolución general del sistema financiero de la UE	28
4.2 Mercados monetarios y de instrumentos derivados	29
4.3 Mercados de obligaciones	30
4.4 Mercados de acciones	32
4.5 Capital-riesgo	34
4.6 Intermediarios financieros.....	34
4.7 Retos para los responsables políticos.....	35
5. EL EURO COMO MONEDA INTERNACIONAL	37
5.1 Introducción	37
5.2 Utilización internacional del euro por el sector privado	37
5.3 Utilización internacional del euro por el sector público	39
5.4 Los países candidatos y la adopción del euro	40
5.5 Contribución de la zona del euro a la coordinación de políticas económicas a nivel mundial.....	41

La zona del euro en la economía mundial – Resumen

El 1 de enero de 1999, se inició la tercera fase de la UEM con 11 Estados miembros, que habían alcanzado un alto grado de convergencia nominal, conforme a lo previsto en el Tratado CE. Posteriormente, se consideró que Grecia ya reunía también las condiciones para una participación fructífera, y este país se adhirió a la zona del euro el 1 de enero de 2001. La introducción de billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002 fue un difícil ejercicio logístico, pero fue llevado a cabo de modo tan uniforme como cabía esperar. El euro se ha convertido en una realidad tangible.

Las ventajas de la moneda única, apoyada en un sólido marco institucional para la aplicación de políticas macroeconómicas adecuadas y una reforma estructural, se han hecho patentes en los tres primeros años de la tercera fase de la UEM. Durante los dos primeros años, el PIB creció alrededor del 3%, esto es, a un ritmo ligeramente superior a la tasa potencial, sin acarrear el tipo de desequilibrios que amenazan la sostenibilidad del crecimiento en numerosas partes del mundo. El ahorro privado se ha mantenido al satisfactorio nivel de aproximadamente el 15% de la renta disponible, los déficit presupuestarios han seguido disminuyendo, aunque no al ritmo registrado durante el período de convergencia de 1990-1998, dando lugar así a un aumento del ahorro público, y la inversión siguió una senda sólida y regular, sin provocar un problema de exceso de inversión. Como consecuencia de ello, la balanza corriente de la zona del euro se ha mantenido prácticamente en equilibrio.

Ralentización de la economía mundial durante el tercer año de la moneda única

En 2001, la economía mundial sufrió una rápida desaceleración, y el comercio mundial bajó de una tasa de expansión de aproximadamente el 12% en el año anterior a cerca de una expansión nula. Aunque la zona del euro es una entidad económica significativamente más cerrada que sus Estados miembros, el comercio también es importante para la misma, por lo que la apreciable disminución del comercio mundial no podía dejar de tener repercusiones significativas. Además, la zona del euro está muy integrada en la economía mundial, por lo que los efectos de la evolución internacional también se reflejan en las relaciones financieras, las participaciones extranjeras en las empresas y la confianza. Factores de carácter internacional adversos, tales como la subida de los precios del petróleo, los acontecimientos del 11 de septiembre y una corrección de las cotizaciones de las acciones, han contribuido a la ralentización global. Sin embargo, también influyeron otros factores internos. El crecimiento del PIB de la zona del euro disminuyó durante 2001, llegando a un nivel prácticamente nulo durante el último trimestre.

A pesar de la baja de la actividad, la creación de empleo se mantuvo a un nivel sorprendentemente positivo, presumiblemente como consecuencia de las reformas de los mercados de trabajo que se realizaron durante la preparación de la moneda única y han mantenido sus efectos desde entonces. En los tres primeros años de la moneda única, se han creado aproximadamente seis millones de puestos de trabajo en la zona del euro. En cambio, la inflación ha aumentado del moderado nivel registrado en el primer año de la tercera fase de la UEM (ligeramente superior al 1%) a un nivel del 2,5% en 2001, y ello como consecuencia principalmente de una sucesión de factores adversos: dos subidas de los precios del petróleo, cuyo efectos se vieron agravados por la debilidad del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales, y una serie de aumentos de los precios de la alimentación derivados de epidemias y de adversas condiciones climatológicas.

Tipo de cambio del euro y competitividad exterior

Tras su introducción en 1999, el euro se depreció más del 20% frente al dólar. En términos nominales perdió más del 10% hasta la primavera de 2001, pero desde entonces se ha mantenido bastante estable¹. El tipo de cambio real del euro en términos de costes laborales unitarios se encuentra muy por debajo de su media a largo plazo (1980-2000). Como consecuencia de ello, los productores de la zona del euro disfrutaban de una posición favorable para competir con los proveedores de terceros países. La

¹ Los datos de la presente Comunicación son los que estaban disponibles al 21 de marzo de 2002.

ventaja competitiva de la producción interna respecto de la oferta extranjera contribuye a explicar por qué las exportaciones netas podrían realizar una contribución positiva al PIB en 2001, a pesar de la baja acentuada del comercio mundial. Al mismo tiempo, el hecho de que el euro no se haya apreciado hacia un nivel más conforme a los principales indicadores económicos ha contribuido poco a la lucha contra la inflación.

A nivel mundial, aún persisten substanciales desequilibrios exteriores. La economía estadounidense registró un amplio déficit de la balanza corriente, frente al amplio superávit de la balanza corriente de Japón y de algunos otros países asiáticos, mientras que la zona del euro en su conjunto registró una balanza corriente próxima al equilibrio. Queda por determinar el peso de los factores cíclicos en los desequilibrios a nivel mundial, que podría esperarse que desaparezcan a medida que el crecimiento económico en las distintas zonas vuelva a su senda tendencial.

Políticas presupuestarias y monetarias

Partiendo de una situación presupuestaria desequilibrada, en los últimos seis años se ha avanzado mucho en materia de consolidación presupuestaria. Desde principios de 1999, se han establecido políticas presupuestarias en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) que han cumplido plenamente el valor de referencia del 3%. El ajuste presupuestario ha proseguido en la mayoría de países, aunque a un menor ritmo. Los recortes tributarios decididos recientemente y la ralentización cíclica observada en 2001 han incrementado los déficit presupuestarios efectivos, si bien los déficit estructurales se han mantenido prácticamente invariados. En la mayoría de Estados miembros se ha permitido a los estabilizadores automáticos amortiguar los efectos de la ralentización.

A pesar de los progresos realizados, los déficit presupuestarios de Alemania, Francia, Italia y Portugal aún son importantes, siendo necesarios nuevos esfuerzos de saneamiento para alcanzar posiciones próximas al equilibrio en 2004. En el contexto de la serie de programas de estabilidad actualizados de 2001 se contrajeron compromisos en este sentido. Los compromisos de los Estados miembros con este objetivo a medio plazo fueron confirmados por el Consejo Europeo de Barcelona. A raíz de los debates en el Consejo sobre las recomendaciones de la Comisión en favor de una alerta rápida, Alemania y Portugal contrajeron compromisos políticos firmes que respondían a la sustancia de las preocupaciones de la Comisión.

La política monetaria ha seguido centrándose en su objetivo principal de estabilidad de precios en la zona del euro, definida por el Banco Central Europeo como el objetivo a medio plazo de alcanzar una tasa de inflación medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA) inferior al 2%. Esta orientación a medio plazo del BCE permitió bajar los tipos de interés cuatro veces en 2001 hasta el nivel del 3,25% (baja acumulada de 150 puntos básicos), en el marco de una economía que presionaba a la baja de la inflación. Las condiciones de financiación han seguido favorables al crecimiento. Al mismo tiempo, las expectativas inflacionistas se han mantenido compatibles con la definición cuantitativa de la estabilidad de precios del BCE. Sin embargo, las tasas de inflación continúan siendo diferentes entre Estados miembros y las condiciones monetarias tienden a ser demasiado estrictas cuando las presiones inflacionistas son bajas, y demasiado flexibles cuando la demanda final es superior al potencial de producción. La política presupuestaria es un posible instrumento, aunque se corre el riesgo de recurrir demasiado al mismo en ausencia de un sistema de precios y salarios más flexible.

Coordinación de las políticas económicas

En los tres primeros años de la UEM ha prevalecido un marco sólido de política económica, caracterizado por una serie de principios consagrados en el Tratado -compromiso con una economía de mercado abierta en régimen de libre competencia, unos precios estables y unas finanzas públicas saneadas- que son favorables al crecimiento sostenible y a un alto nivel de empleo. La política monetaria única se confía al BCE, que es independiente. Su principal objetivo es mantener la estabilidad de precios. La responsabilidad de la mayoría de las políticas económicas, particularmente las políticas estructurales y presupuestarias nacionales, recae en los Estados miembros.

El Tratado proporciona un sistema de coordinación de las políticas económicas, que fomenta unos efectos indirectos positivos y que tiene en cuenta posibles externalidades negativas que podrían derivarse de la falta de coordinación de los procesos de adopción de decisiones. El elemento central de este sistema lo constituyen las Orientaciones Generales de Política Económica de los Estados miembros y de la Comunidad (OGPE). La fuerte creación de empleo observada desde 1997 también refleja las reformas del mercado de trabajo emprendidas por los Estados miembros, especialmente, en el contexto de la Estrategia europea para el empleo. Las Directrices para el empleo anuales es el instrumento contemplado en el Tratado para la coordinación de las políticas de empleo. Otro importante elemento previsto en el Tratado es la supervisión multilateral de las políticas económicas.

Podría lograrse una mayor coordinación de las políticas económicas (presupuestarias y estructurales) simplificando procedimientos en caso necesario y aplicando las medidas propuestas por la Comisión y respaldadas por el Consejo Europeo de Barcelona. Con el fin de mejorar la evaluación común de la situación económica, han de redoblar los esfuerzos encaminados a satisfacer las necesidades estadísticas de la UEM. Por otro lado, con el objeto de fomentar la comprensión general de lo que constituyen políticas económicas adecuadas en la UEM, la Comisión tiene la intención de proponer una serie de normas comunes para la política económica que permitan favorecer el consenso, mejorar la gobernanza económica y fomentar la transparencia.

Formación de salarios en el marco de la UEM

La Unión Monetaria ha alterado desde muchos puntos de vista el marco macroeconómico para la fijación de precios y salarios en la zona del euro. Los comportamientos en la negociación salarial han de adaptarse al nuevo marco económico, que requiere un mayor grado de flexibilidad de los salarios nominales a fin de garantizar la competitividad de la zona del euro. Al mismo tiempo, los aumentos salariales a nivel nacional han de tener en cuenta las repercusiones sobre la inflación en la zona del euro.

En la pasada década se han observado en la zona del euro enormes progresos de estabilización nominal de precios y salarios. De hecho, en dicha década se cerró un notable proceso de desinflación, habiendo caído las tasas de inflación por debajo del 2% en 1997. A pesar de un incremento en 2001, el alza de los costes laborales unitarios nominales en la zona del euro ha disminuido rápidamente. Además, a pesar de una reducción acentuada del desempleo durante los últimos años, ha habido pocos signos de una reaceleración significativa de los costes laborales unitarios nominales en la zona del euro. En línea generales, apenas puede dudarse de que en los primeros años de la UEM, e incluso en algunos de los años anteriores a la misma, se ha observado una notable moderación de los salarios nominales, que difícilmente puede explicarse sin aludir a los cambios operados en los comportamientos.

La moderación de los salarios reales ha dado sus frutos, contribuyendo al dinamismo de la creación de empleo en los últimos años. Se ha estimado que la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación ha disminuido en la zona del euro aproximadamente 1,5 puntos porcentuales, lo que sugiere que aproximadamente la mitad de la mejora del desempleo puede considerarse de carácter estructural. La moderación salarial reflejada en la caída de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación se explica mediante las reformas de los mercados de productos y trabajo relativamente extendidas que se han producido en la mayoría de los países de la zona del euro, los cuales han estimulado la competencia en los mercados de bienes y servicios y han afectado a la división entre trabajadores protegidos y no protegidos en los mercados de trabajo durante la segunda mitad de los años noventa.

Sin embargo, también debe reconocerse que las reformas han avanzado de forma bastante desigual entre países, sufriendo aún la mayoría de las grandes economías de la zona del euro unas tasas desempleo estructural relativamente elevadas. Las reformas también han sido bastante fragmentarias, lo que sugiere que se requieren nuevas reformas para continuar con la reducción de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación.

De esta forma, es difícil explicar la amplia moderación salarial sin hacer referencia al papel de las políticas de rentas en una serie de países. Se trata de lograr simultáneamente que los salarios de la zona del euro sigan siendo compatibles con el objetivo de estabilidad de precios del BCE y se satisfaga la necesidad de una mayor flexibilidad, que refleje las diferencias en el nivel y tasas de incremento de la productividad, a fin de reaccionar adecuadamente frente a los cambios en la demanda propios de regiones o sectores y mejorar las perspectivas de unos empleos ventajosos.

Inversión y potencial de crecimiento de la zona del euro

La inversión pública y privada es vital para el desarrollo del potencial de crecimiento de la zona del euro a medio y largo plazo. La UEM y la política económica asociada a la misma probablemente afectarán positivamente a los principales factores determinantes de la inversión, tales como la rentabilidad y los tipos de interés reales: una mayor integración financiera mejorará las condiciones de financiación y unos menores riesgos de cambio permitirán una asignación más eficiente de la inversión. Por último, al instaurar una disciplina presupuestaria habrá menos efectos de exclusión de la inversión privada.

Aún es pronto para poder alcanzar conclusiones definitivas sobre los efectos de la UEM en la inversión, dado el corto período transcurrido desde la introducción del euro. Sin embargo, algunos indicios alentadores apuntan en la dirección adecuada. Si se incluye la fase de preparación de la UEM desde mediados de los años noventa, los tipos de interés reales y la fluctuación de los tipos de cambio reales han disminuido y la rentabilidad después de impuestos se mantiene a un nivel relativamente elevado. También puede observarse en las economías de la zona del euro una convergencia considerable de las tasas de inversión junto con una convergencia de las condiciones económicas, tales como la rentabilidad y los tipos de interés, que reflejan una mayor integración del mercado así como un marco institucional más armonizado. Los flujos de inversiones extranjeras directas no permiten sacar conclusiones tan claras. En los últimos años, los flujos de IED han estado dominados por actividades de fusión y adquisición, lo que refleja posiblemente unos objetivos estratégicos de las empresas a más largo plazo.

El euro y el sistema financiero de la zona del euro

El ritmo de la integración de los mercados financieros de la zona del euro se ha acelerado claramente desde la introducción del euro en enero de 1999. Evidentemente, el euro no ha sido el único factor de esta aceleración: también han constituido factores fundamentales la mundialización de la economía, fomentada por la liberalización de los movimientos internacionales de capitales, la desregulación financiera y los avances tecnológicos; los progresos en la creación de un marco reglamentario común en la UE (como parte del esfuerzo tendente a completar el mercado interior de servicios financieros) han constituido asimismo factores fundamentales, al igual que las reformas financieras emprendidas por los Estados miembros.

El euro ha eliminado el riesgo de cambio, que constituye una fuente de fragmentación del sistema financiero de la zona del euro y, al mismo tiempo, ha puesto de manifiesto los costes de oportunidad de los restantes obstáculos a la integración. La mayor integración debida al euro se refleja en unos mercados más homogéneos, una oleada de consolidación entre intermediarios y bolsas de valores y la aparición de productos y técnicas nuevos e innovadores.

Dado que los operadores del mercado han adoptado estrategias más paneuropeas, los responsables de la formulación de políticas a nivel de la UE han respondido elaborando una estrategia coherente para la realización del mercado interior de servicios financieros y se han comprometido a aplicarla rápidamente (véanse, por ejemplo, las conclusiones del Consejo Europeo de Barcelona de marzo de 2002). En primer lugar, y ante todo, la UE ha establecido un plazo ambicioso, el año 2005, para la aplicación del Plan de Acción sobre Servicios Financieros (PASF), que consiste en una 42 iniciativas encaminadas a mejorar el funcionamiento del sistema financiero de la UE. Para las medidas relativas a los mercados de valores y para el Plan de acción sobre capital-riesgo se ha establecido un plazo más corto (2003). Este Plan es la base para desarrollar un mercado integrado y eficiente que permita la

financiación mediante acciones de empresas jóvenes e innovadoras. En segundo lugar, la aplicación del PASF ha de ser coherente entre todos los Estados miembros a fin de que haya una integración efectiva (y no meramente formal) de los mercados financieros nacionales. El nuevo marco de adopción de decisiones relativas a la legislación sobre valores mobiliarios, adoptado sobre la base de las propuestas del Comité Lamfalussy, deberá contribuir a este objetivo y garantizar que la legislación se adapte más rápidamente a la evolución de los mercados financieros. En tercer lugar, la política de competencia ha de ser activa a medida que se lleva a cabo la integración financiera, con el fin de garantizar el pleno aprovechamiento de las ventajas económicas. En cuarto lugar, ha de protegerse adecuadamente a consumidores e inversores a fin de que puedan tener confianza para operar en el mercado único de la Unión, y así disfrutar plenamente de las ventajas que este ofrece.

El euro como moneda internacional

El dólar estadounidense sigue siendo la principal moneda internacional, pero el euro se ha convertido en la segunda moneda a escala mundial tras su introducción. Diversos factores respaldan el empleo del euro como moneda internacional. El primero de ellos es el gran tamaño de la economía de la zona del euro. El PIB de la zona del euro representa aproximadamente el 16% del PIB mundial, situándose un tanto por detrás del de los Estados Unidos (21%), pero muy por delante del de Japón (8%). La participación de estas tres áreas en el comercio mundial de bienes y servicios es similar. El segundo factor que contribuye al atractivo del euro como moneda internacional es su estabilidad, que refleja la solidez de los principales indicadores económicos del euro, y a la que contribuye el marco económico orientado a la estabilidad asociado a la Unión Económica y Monetaria. El tercer factor es la integración actual de los mercados financieros nacionales en amplios mercados financieros paneuropeos, desarrollados y de gran liquidez, lo que fomenta el papel del euro en las actividades internacionales de préstamo y empréstito. Sin embargo, debido a los efectos de red y de escala es probable que el dólar siga siendo la moneda dominante. En cualquier caso, la internacionalización del euro es un proceso impulsado por el sector privado, y el Eurosistema no frena ni promueve activamente dicha internacionalización.

La zona del euro, y ya no los Estados miembros, es considerada por el resto del mundo a la hora de discutirse cuestiones macroeconómicas internacionales. Instituciones internacionales encargadas de la supervisión multilateral, tales como el FMI y la OCDE, han empezado a reconocer las implicaciones de estos cambios evaluando de forma regular la situación macroeconómica global de la zona del euro. El cambio también se refleja en las declaraciones de los ministros de Hacienda del G-7, que ya no hacen referencia a la posición macroeconómica de los distintos Estados miembros de la zona del euro, sino a la posición de la zona del euro en su conjunto.

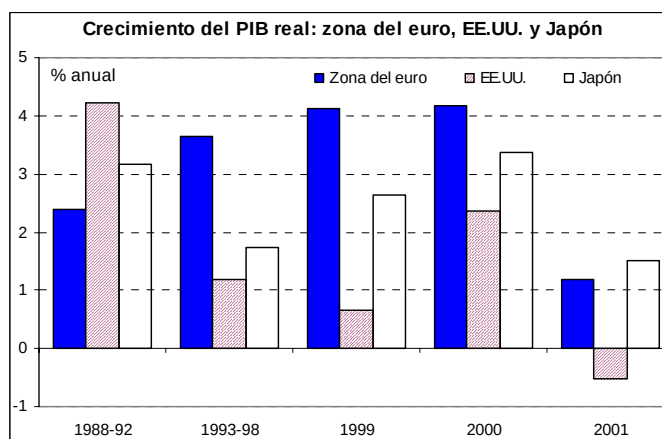
La UEM ha fomentado un proceso encaminado a la adopción de posiciones comunes, que permita a la Comunidad empezar a desempeñar un papel internacional proporcionado a su peso financiero y económico. Esto debe completarse con nuevos progresos en materia de representación en los foros internacionales.

1. SITUACIÓN ECONÓMICA Y LOGROS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

1.1 Ralentización de la economía mundial durante el tercer año de la moneda única

En los primeros dos años de la tercera fase de la UEM, el PIB creció por encima de la tasa potencial, con una tasa media del 3% anual, mientras que durante el tercer año se registró una desaceleración acentuada, aunque breve. En 2001, disminuyó el crecimiento del PIB, que probablemente se mantendrá moderado en la primera parte de 2002. La ralentización respondía a factores internos y externos. El consumo privado se ha mantenido a un bajo nivel desde el otoño de 2000, al haberse debilitado el poder adquisitivo de las economías domésticas de la zona del euro por la subida de los precios de la energía y la alimentación y por la apreciación del dólar frente al euro. Por otro lado, la confianza de los consumidores se deterioró, debido a una mayor incertidumbre sobre las perspectivas de renta y a la disminución de las cotizaciones de las acciones. La inversión disminuyó al reducirse los beneficios y se deterioraron las perspectivas de la demanda.

Por otra parte se observa una sincronización creciente con la economía mundial: desde el inicio de la moneda única, la tasa de crecimiento del PIB de la zona del euro ha reducido la diferencia respecto de la correspondiente a Estados Unidos; mientras que, al mismo tiempo, la evolución cíclica de nuevo ha alcanzado un elevado grado de sincronización con otras importantes economías. Esto contrasta con el periodo de convergencia (1990-1998). El elevado grado de sincronización durante la ralentización del último año se ha explicado por perturbaciones comunes (la subida de los precios del petróleo, el desplome del sector de tecnologías de la información y los acontecimientos del 11 de septiembre). Sin embargo también puede considerarse como un signo de que la zona del euro ha comenzado a comportarse más como cabría esperar de una economía tan integrada en la economía mundial.

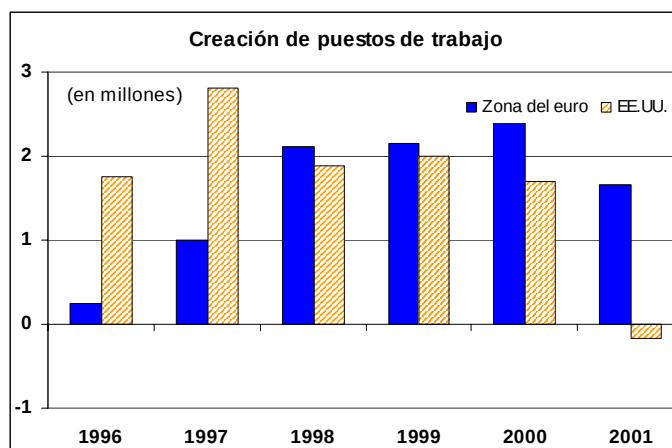


Desde el punto de vista exterior, la demanda externa cayó, debido a la notable reducción de la actividad de la economía mundial. La expansión del comercio mundial había disminuido de forma acusada y, a pesar de la debilidad del euro, el aumento de las exportaciones reales de la zona del euro cayó del 12,5% en 2000 a una tasa ligeramente superior al 2% en 2001. No obstante, dado que las importaciones disminuyeron más deprisa que las exportaciones, el sector exterior realizó una contribución positiva al crecimiento. Podría darse una recuperación de la actividad impulsada por una mayor



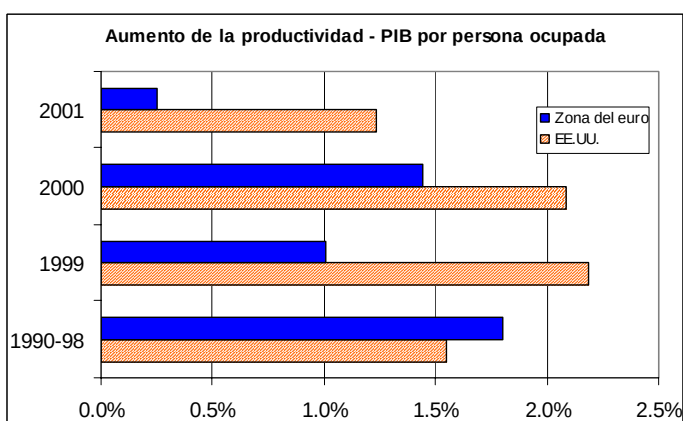
confianza de los consumidores, asociada a un incremento de la renta disponible real, unas existencias reducidas, unas condiciones monetarias favorables al crecimiento y un marco exterior más favorable.

La aceleración de la actividad económica durante los dos primeros años tuvo repercusiones positivas sobre la creación de empleo. Además, la creación de empleo se mantuvo a un nivel razonable incluso durante la ralentización. En los tres primeros años de la moneda única se han creado aproximadamente seis millones de puestos de trabajo en la zona del euro, frente a 3,5 millones en los Estados Unidos. La tasa de desempleo ha disminuido del 11,3% en 1997 al 8,3% en 2001. De esta forma, el crecimiento del PIB se ha traducido en un mayor aumento del empleo.

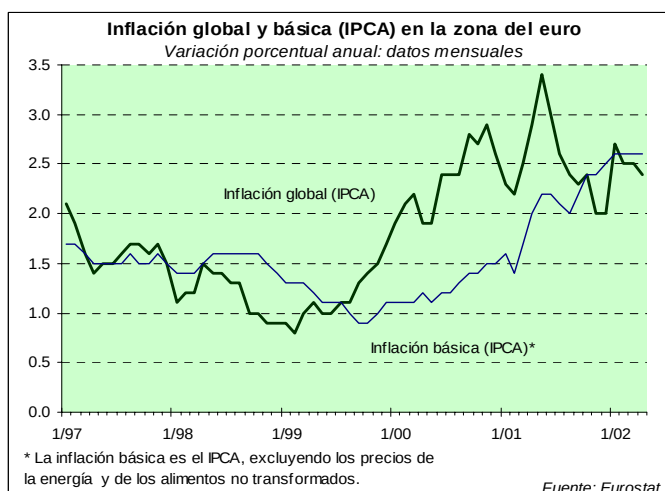


Las razones de este crecimiento generador de empleo residen en los cambios estructurales operados en el mercado de trabajo. Un periodo prolongado de moderación salarial ha invertido la tendencia de sustitución de trabajo por capital que había afectado adversamente al empleo en la primera parte de los años noventa. Por el lado de la oferta ha aumentado notablemente la tasa de participación, en particular de las mujeres, paralelamente a la proporción de los empleos a tiempo parcial y de los contratos temporales en el empleo total. No obstante, las tasas medias de participación aún son inferiores a las de los Estados Unidos o los países escandinavos.

El incremento de la productividad en la zona del euro y en los Estados Unidos fue aproximadamente igual por término medio durante la primera mitad de los años noventa. Sin embargo, desde la segunda mitad de los años noventa, la productividad en los Estados Unidos ha sido significativamente superior a la habitual en la fase avanzada del ciclo, mientras que la productividad en la zona del euro ha mantenido un ritmo más convencional y una evolución procíclica. Otra importante diferencia ha sido el aumento más fuerte de la oferta de trabajo en Estados Unidos, debido en cierta medida a los flujos migratorios y la capacidad de la economía estadounidense para absorber una mano de obra creciente. Ambos factores explican por qué el crecimiento del PIB ha sido superior en los Estados Unidos al registrado en la zona del euro.



Tras una inflación muy moderada a principios de la tercera fase de la UEM, desde principios de 2000 los aumentos de los precios de consumo se han mantenido por encima del límite del 2% establecido por el BCE. La tasa de inflación medida por el índice de precios de consumo armonizado aumentó del 1,1% en 1999 al 2,3% en 2000 y el 2,5% en 2001. El aumento se explica en gran medida por una sucesión de factores especiales impulsores de los costes, mientras que la brecha de producción ha sido generalmente negativa desde mediados de los años noventa.

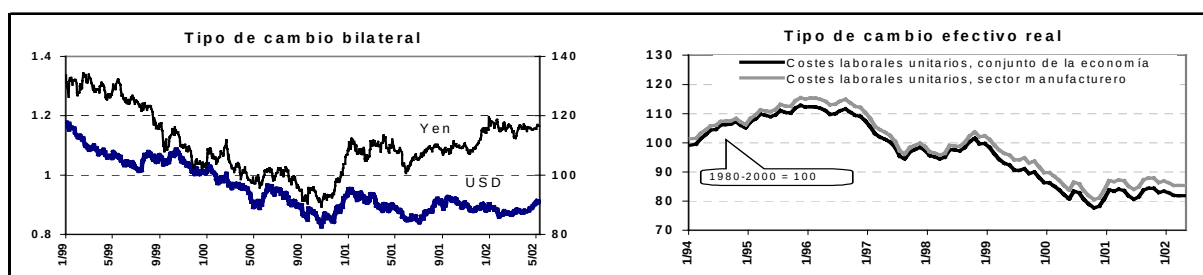


Dos importantes factores de costes han jugado un papel predominante en la subida de los precios de consumo: el alza de los precios de importación y el aumento de los precios internos de la alimentación. Los mayores precios de importación, debido principalmente a la subida de los precios mundiales del petróleo y a la debilidad del euro, fueron los principales motores de la subida de la inflación durante 1989 y la mayor parte de 2000. A finales de 2000, la crisis de las vacas locas, la epidemia de fiebre aftosa y las inusuales malas condiciones meteorológicas tomaron el relevo y contribuyeron a mantener la aceleración de inflación (índice de precios de consumo armonizado) hasta mediados de la primavera de 2001. Por último, a principios de 2002, las nuevas subidas de los precios de los alimentos frescos, debido a unas condiciones meteorológicas excepcionalmente frías en algunas partes de Europa, así como una evolución menos favorable de los precios de la energía, presionaron de nuevo al alza de la inflación.

1.2 El tipo de cambio del euro y las cuentas exteriores

Zona del euro

Tras su introducción en 1999, el euro se depreció más del 20% frente al dólar, pero ha recuperado aproximadamente el 10% a partir del mínimo alcanzado en octubre de 2000. En términos efectivos nominales, perdió más del 10% hasta la primavera de 2001, pero desde entonces se ha mantenido bastante estable. Su estabilidad reciente es consecuencia de una mayor fluctuación sin dirección clara del dólar y la libra esterlina frente al euro, mientras que la depreciación del euro frente al franco suizo se vio ampliamente compensada por las ganancias frente al yen. La estabilidad relativa del tipo de cambio efectivo durante este período es sorprendente, habida cuenta de las importantes alteraciones que han tenido lugar en la economía mundial y la percepción general de que el euro está fundamentalmente infravalorado.

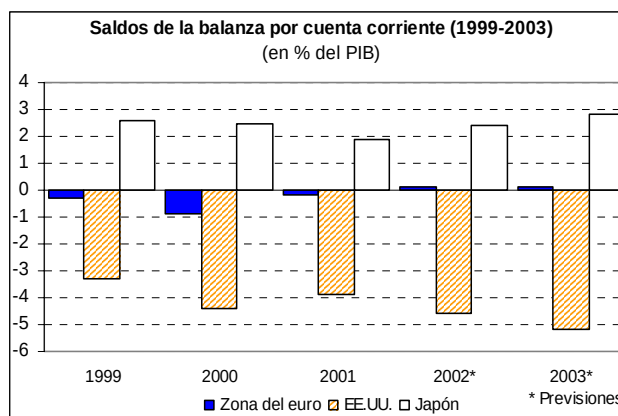


Por su parte, el tipo de cambio efectivo real del euro en términos de costes laborales unitarios está muy por debajo de su media a largo plazo (1980-2000). Los productores de la zona del euro gozan de una posición favorable para competir con los proveedores de terceros países. La ventaja competitiva de la producción nacional respecto de la oferta exterior contribuye a explicar por qué las exportaciones netas podrían realizar una contribución positiva al PIB en 2001, a pesar de la baja acusada del comercio mundial. Al mismo tiempo, el hecho de que el euro no se apreciase hacia un nivel más en consonancia con los principales indicadores económicos contribuía poco a contener la inflación.

El tipo de cambio efectivo real es un importante determinante de los flujos comerciales internacionales transfronterizos. Las modificaciones de los impuestos directos, los acuerdos salariales y los factores de costes específicos de cada país influyen en la posición de los productores nacionales en los mercados mundiales². Una depreciación real tiende a mejorar la competitividad de los productores nacionales, mientras que significa una pérdida de poder adquisitivo para los consumidores y tiene un efecto desfavorable sobre las presiones inflacionistas. El nivel apropiado de "competitividad" dependerá de las circunstancias económicas del momento.

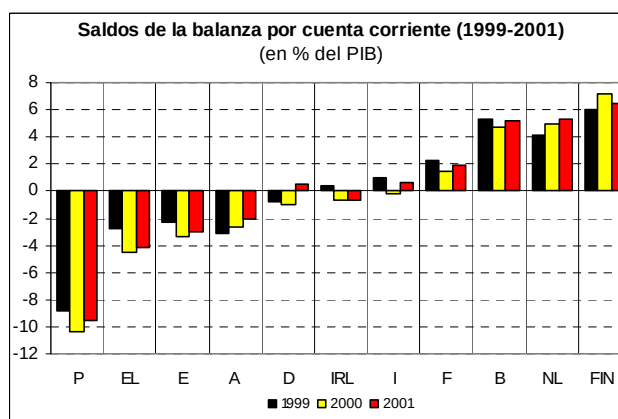
² La competitividad de precios es un concepto restringido; otros factores tales como la calidad de los productos, los servicios o la puntualidad también influyen en el vigor del sector exportador de un país. El Informe del Foro económico mundial clasifica a los países en función de su competitividad actual y potencial. La Comisión Europea también publica cada año un informe sobre la competitividad de las empresas. Véase también "Competitiveness: A Dangerous Obsession", de P. Krugman, Foreign Affairs, marzo-abril 1994.

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro siguió mejorando durante todo el año 2001, arrojando un superávit muy pequeño; según las previsiones más recientes se espera un pequeño superávit hasta 2003. Desde un punto de vista global, aún persisten importantes desequilibrios externos. El importante déficit de la balanza corriente de la economía estadounidense ha sido parcialmente compensado por un importante superávit de la balanza corriente de Japón y de algunos otros países asiáticos, mientras que la zona del euro en su conjunto registró un saldo de la balanza corriente próximo al equilibrio. Queda por determinar el peso de los factores cíclicos en los desequilibrios globales, que cabe esperar desaparecerán a medida que el crecimiento económico en las áreas respectivas vuelva a la tasa tendencial. Si las demás condiciones no varían, los factores cíclicos implicarían déficit de la balanza corriente en períodos de crecimiento de la renta superiores a la media y superávit en períodos de crecimiento inferiores a la media.



Estados miembros

Si bien la balanza por cuenta corriente de la zona del euro no ha registrado desequilibrios significativos durante sus tres primeros años, la evolución difiere entre Estados miembros. Los desequilibrios exteriores observados en la zona del euro arrojan dudas sobre la adecuación y la sostenibilidad de los desequilibrios exteriores en la UEM. En general, en el pasado han persistido en los Estados miembros desequilibrios de la balanza por cuenta corriente, pero el euro ha



modificado significativamente esta situación, ya que el mercado financiero único facilita la financiación de los déficits. De hecho, los países podrían registrar desequilibrios durante largo tiempo, acumulando así grandes saldos netos, lo cual no es en sí inadecuado. Puede haber buenas razones para que los déficits de la balanza corriente (por ejemplo, en el contexto del proceso de aproximación económica) reflejen la actividad del sector privado. Sin embargo, un desequilibrio en la balanza de pagos de un Estado miembro implicará en última instancia una modificación de su posición exterior neta, e, incluso sin discutir los fundamentos teóricos de la sostenibilidad de la balanza corriente, la acumulación de deuda externa estará siempre sujeta a ciertos límites máximos. Dado que los ajustes ya no pueden adoptar la forma de variaciones del tipo de cambio nominal, otros factores que influyen en la competitividad se han hecho más importantes. El único medio para un país de mejorar la competitividad de sus precios es la moderación de salarios o una reforma estructural que fomente la productividad. Las reformas estructurales se han hecho especialmente urgentes ya que una moderación relativa de salarios es más difícil en el marco de baja inflación imperante en la zona del euro.

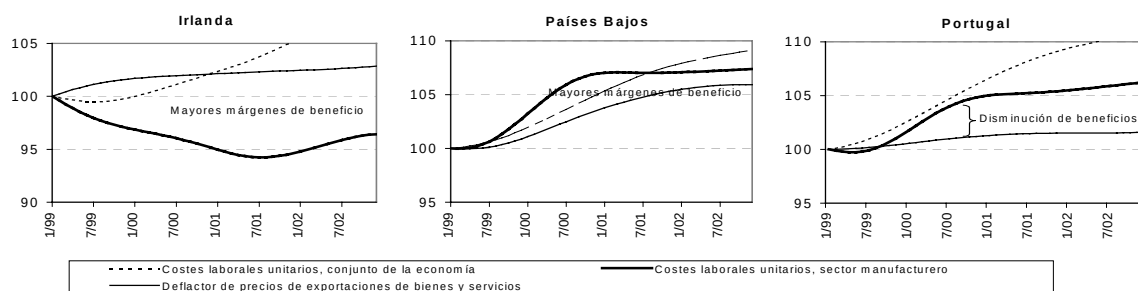
La situación en materia de competitividad, tanto en lo que se refiere al nivel de ésta como a su reciente evolución, varía entre Estados miembros. Desde el inicio de la UEM, la evolución en los distintos Estados miembros respecto de la media de la zona del euro³ ha sido la siguiente: Portugal (pérdida del 10%), Países Bajos (-8%), Irlanda (-6%) y España (-3%) vieron reducida su competitividad de costes; Alemania (+5%), Grecia (+5%) y Austria (+2%) mejoraron su competitividad de costes; y en Francia (+0,6%), Bélgica-Luxemburgo (-0,4%), Italia (-1%) y Finlandia (-1%) la competitividad de costes se mantuvo prácticamente estable.

³ Medida por el tipo de cambio real en términos de costes laborales unitarios en el sector manufacturero.

Las tendencias observadas desde el inicio de la moneda única no indican necesariamente un desvío respecto del nivel adecuado de competitividad, ya que las posiciones iniciales quizá no reflejaban una situación de equilibrio. Las divergentes sendas de evolución del tipo de cambio efectivo real de los distintos Estados miembros pueden explicarse por las distintas tasas de incremento de la productividad, las diferentes tasas de inflación y factores estructurales tales como la apertura de la economía y la composición de los intercambios comerciales. Por ello, una evaluación a fondo de la evolución de los tipos de cambio reales requiere un análisis global de la situación económica de cada país.

Una forma de evaluar las posibles implicaciones consistiría en considerar la variación de los precios de exportación menos la variación de los costes laborales unitarios de la mano de obra del sector manufacturero como una medida aproximativa de la evolución de los márgenes de beneficio. Si los incrementos de costes no pueden repercutirse en los precios de exportación, al disponer los productores de escaso poder de fijación de los precios en sus mercados de exportación, los márgenes de beneficio serán sometidos a una presión creciente. Pueden servir de ejemplo los tres países que han sufrido la mayor pérdida de competitividad frente a la zona del euro: Portugal y los Países Bajos tienen una distribución geográfica similar de su comercio exterior (aproximadamente un tercio lo realizan fuera de la zona del euro y dos tercios dentro de la misma), mientras que Irlanda realiza el 55% fuera y el 45% dentro de la zona del euro. Ello implica que la pérdida de Irlanda dentro de la zona del euro es menos importante y su ganancia por la debilidad del euro mayor que en el caso de los otros dos países.

Tipo de cambio efectivo real frente a la zona del euro

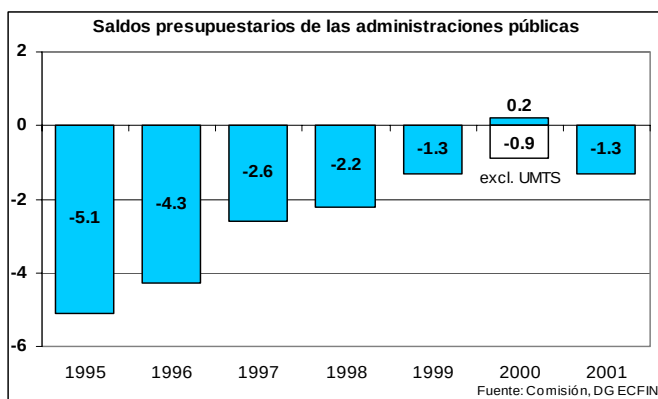


Desde el punto de vista de la política económica, además de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en su conjunto, han de supervisarse las balanzas por cuenta corriente de los distintos Estados miembros de la zona del euro, ya que esto puede indicar problemas específicos de los distintos países. La competitividad de los precios se puede estar deteriorando, tanto si el país se acerca al equilibrio como si se aparta del mismo. La política monetaria está orientada en función de la zona del euro, por lo que no es eficaz para resolver situaciones de exceso de demanda u oferta propias de un país determinado. La política presupuestaria, y en particular las reformas estructurales, encaminadas a aumentar la oferta, son necesarias para evitar una acumulación de los desequilibrios exteriores que en última instancia pueda poner en peligro la estabilidad financiera.

1.3 Políticas macroeconómicas en la zona del euro

Logros

Por lo que se refiere a la *política presupuestaria*, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) ha establecido un procedimiento global de vigilancia para supervisar las políticas presupuestarias en la UEM. Su objetivo es asegurar la disciplina presupuestaria, ayudando con este fin al BCE a mantener la estabilidad de precios. Dado que una moneda única implica un mayor papel de las políticas presupuestarias nacionales para ajustarse a la evolución específica de su propia economía, el PEC establece el "objetivo presupuestario a medio plazo de lograr una situación cercana al equilibrio o con superávit", que "permitirá a todos los Estados miembros abordar las fluctuaciones cíclicas normales manteniendo al



mismo tiempo el déficit público dentro del límite de referencia" del 3% del PIB. En el marco del PEC, los Estados miembros de la zona del euro deben actualizar cada año su estrategia presupuestaria a medio plazo mediante programas de estabilidad⁴. Los programas de estabilidad son los principales instrumentos de supervisión presupuestaria en la UEM y son evaluados por la Comisión y el Consejo.

Partiendo de una situación de desequilibrio presupuestario, en los últimos seis años se han observado grandes avances hacia el logro de una mayor disciplina presupuestaria. Los saldos presupuestarios en la zona del euro mejoraron hasta 1999, debido en parte a vigorosos esfuerzos de saneamiento, y muchos Estados miembros registran actualmente un superávit. Desde entonces, la favorable evolución observada en algunos países se ha debido en gran medida al fuerte crecimiento habiendo sido muy poco acusada la mejora de las situaciones presupuestarias subyacentes. En 2001, los déficit presupuestarios se incrementaron debido a unos recortes tributarios no contrarrestados totalmente por disminuciones del gasto y al funcionamiento de los estabilizadores automáticos durante la fase descendente del ciclo.

Desde principios de 1999, las políticas presupuestarias se han establecido en el marco del PEC. El valor de referencia del 3% se ha convertido, de hecho, en un límite máximo imperativo. Ningún Estado miembro lo ha rebasado. El ajuste presupuestario se ha proseguido en la mayoría de países, aunque a un menor ritmo. En 2001, la mayoría de Estados miembros ha alcanzado posiciones presupuestarias que cumplan con el requisito de "proximidad al equilibrio o superávit" del PEC.

Evidentemente, el PEC ha desempeñado un papel significativo en este logro. A pesar de estos avances, en Alemania, Francia, Italia y Portugal los déficit presupuestarios siguen siendo excesivos, afectando considerablemente a los agregados de la zona del euro. Se requieren nuevos esfuerzos de saneamiento a fin de alcanzar posiciones cercanas al equilibrio en 2004 a más tardar. En el contexto de la serie de programas de estabilidad actualizados de 2001 se contrajeron compromisos en este sentido. Dado que en Alemania y Portugal los déficit presupuestarios rebasaron ampliamente en 2001 los objetivos establecidos en sus programas de estabilidad respectivos, aproximándose al valor de referencia del 3% del PIB, la Comisión presentó una recomendación al Consejo para que éste emitiera una alerta rápida en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Como consecuencia del debate en el Consejo sobre la recomendación de la Comisión relativa a una alerta rápida, Alemania y Portugal presentaron compromisos políticos firmes que respondían a la substancia de las preocupaciones de la Comisión.

De forma general, un rasgo favorable de la mejora de las situaciones presupuestarias es la composición del ajuste presupuestario. La forma más eficaz de garantizar un ajuste presupuestario duradero es reducir la presión fiscal, en caso necesario (especialmente, los tipos impositivos marginales sobre el factor trabajo), eliminar la distorsión fiscal y limitar los gastos corrientes. La evolución presupuestaria reciente muestra que la mayoría de países se están moviendo en esta dirección. El ajuste actual se basa principalmente en la limitación de los gastos, mientras que la presión fiscal global ha disminuido en proporción del PIB. Las reformas fiscales actualmente en curso deberán contribuir a reducir la elevada presión fiscal que aún se observa en numerosos países de la UE. La reducción de la presión fiscal sobre el capital y el trabajo, y especialmente sobre los trabajadores de menor remuneración, deberá fomentar la acumulación de capital físico y humano, aumentar la participación en el mercado de trabajo y estimular la demanda de trabajo.

No obstante, la zona del euro afronta dos principales desafíos en el ámbito de la política presupuestaria:

- *La eliminación de los desequilibrios existentes y el mantenimiento de una política presupuestaria neutral* – Si se pretende que la zona del euro disfrute de un crecimiento favorable y una baja inflación, es fundamental eliminar los desequilibrios existentes y mantener una política fiscal neutral. El mantenimiento de la disciplina presupuestaria también facilitará la tarea del BCE de lograr la estabilidad de precios. Garantizando que su posición presupuestaria alcance el objetivo a medio plazo establecido en el PEC de "proximidad al equilibrio o superávit", los Estados miembros también estarán en condiciones de afrontar las fluctuaciones cíclicas normales, reaccionar adecuadamente frente a la evolución de su economía y disponer de margen de maniobra suficiente

⁴ Los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro continúan presentando programas de convergencia.

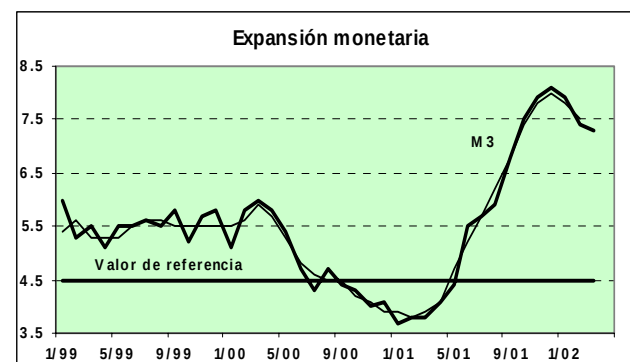
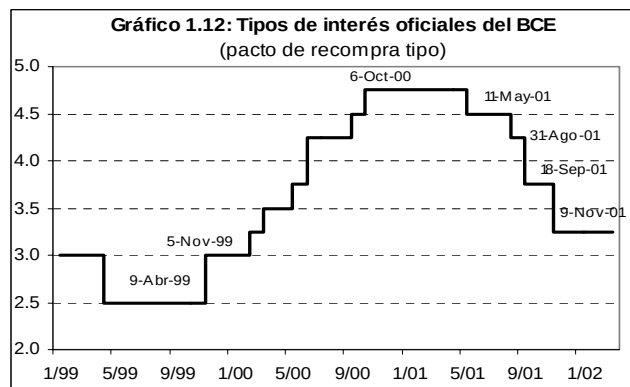
a nivel presupuestario para acometer las reformas estructurales necesarias.

- *La preparación para hacer frente al envejecimiento de la población* – La sostenibilidad de las finanzas públicas forma parte del marco de supervisión establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En varios Estados miembros se han detectado riesgos a este respecto, lo que puede requerir el establecimiento de objetivos a medio plazo más ambiciosos que permitan hacer frente a posibles desvíos en la evolución futura de la deuda.

Por lo que se refiere a la *política monetaria*, el Tratado hace de la estabilidad de precios el principal objetivo del BCE. La política monetaria también deberá respaldar las políticas económicas de la zona del euro sin perjuicio del objetivo de estabilidad de precios. La política monetaria del banco consta de tres aspectos: una definición cuantitativa de la estabilidad de precios y "dos pilares" empleados en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios. La estabilidad de precios ha sido definida por el BCE como el mantenimiento a medio plazo de un incremento anual del IPCA de la zona del euro por debajo del 2%. La definición de la estabilidad de precios proporciona una referencia respecto a la cual puede evaluarse el logro del principal objetivo de la política monetaria del BCE. Además, el BCE ha declarado que la política monetaria única adoptaría una perspectiva global para el conjunto de la zona del euro, y de esta forma no reaccionaría frente a factores regionales o nacionales específicos. El primer pilar de la política monetaria del BCE concede un papel preponderante al dinero, como queda patente mediante el anuncio de un valor de referencia para la expansión del dinero en sentido amplio (M3). Desde diciembre de 1998, el valor de referencia del BCE se ha fijado en una tasa de incremento del 4,5%. El segundo pilar consiste en un análisis de una amplia serie de otros indicadores económicos, tales como los índices de precios y costes, el tipo de cambio, los indicadores de la economía real y los indicadores del mercado financiero, con el fin de llegar a una evaluación general de las perspectivas de inflación y de los riesgos para la estabilidad de precios.

En la primavera de 1999, el BCE recortó los tipos de interés en un contexto de baja inflación y perspectivas inciertas de crecimiento de la economía mundial a raíz de las crisis financieras sufridas en el Sudeste asiático, Rusia y Brasil. Con un crecimiento que se recuperó en el transcurso del año y unas presiones inflacionistas crecientes, el BCE cambió su orientación inicial aumentando los tipos de interés. Durante el año 2000, el incremento significativo de los precios del petróleo unido a la depreciación del euro aumentaron los riesgos para la estabilidad de precios. Mientras tanto, la expansión de la oferta monetaria se mantuvo por encima del valor de referencia del 4,5% y el crédito al sector privado siguió aumentando fuertemente. El BCE respondió a las crecientes presiones inflacionistas incrementando los tipos de interés en varias ocasiones. El deterioro de las perspectivas de la economía mundial, y en particular de la estadounidense, desencadenó una serie de recortes de los tipos de interés en las principales economías durante 2001. Durante el último año, el BCE bajó los tipos de interés cuatro veces, con un total acumulado de 150 puntos básicos, hasta el 3,25%, y ello a pesar de que la inflación rebasó su límite superior del 2%, ya que buena parte de los incrementos de precios eran de carácter transitorio y el debilitamiento de la economía ejercía sobre la inflación una presión a la baja. Las perspectivas de que una tasa de inflación temporalmente superior no alimentaría las expectativas inflacionistas llevaron al mantenimiento de la moderación de los salarios.

La expansión monetaria fue superior al valor de referencia del BCE durante la mayor parte de los tres primeros años de la moneda única, y durante el último trimestre de 2001 y el primer trimestre del presente año rebasó dicho valor. Sin embargo, el BCE no consideraba que la fuerte expansión monetaria registrada recientemente constituyese un riesgo para la estabilidad de precios, al estimar que ésta estaba causada



principalmente por reorientaciones de las carteras de valores hacia activos monetarios en el marco de una mayor incertidumbre. En este contexto, el crecimiento de M3 por encima del valor de referencia no impidió una nueva reducción de los tipos de interés del BCE a raíz de los ataques terroristas perpetrados en los Estados Unidos a finales de 2001.

Si bien es de importancia capital que el BCE base sus decisiones en materia de tipos de interés en las condiciones económicas de la zona del euro en su conjunto, persisten las diferencias entre las tasas de inflación de los distintos Estados miembros. Sin embargo, esto también ocurre entre los distintos estados de los Estados Unidos. Deben adaptarse las políticas económicas con el fin de corregir los desequilibrios internos entre los distintos países de la zona del euro.

1.4 Coordinación de políticas económicas en la UEM

El Tratado prevé una estructura sólida para la política económica, que incluye el compromiso de la Unión Europea de promover una economía de mercado abierta, basada en la libre competencia, unos precios estables y unas finanzas públicas saneadas, y que lleve a un crecimiento sostenible y un elevado nivel de empleo, y asigna tareas a los distintos responsables políticos, pero les deja independencia (combinación de los principios de buena subsidiariedad y coordinación). La política monetaria única se confía al BCE, que es independiente y tiene como principal objetivo mantener la estabilidad de precios, mientras que la responsabilidad de la mayor parte de las restantes políticas económicas, especialmente las políticas estructurales y presupuestarias nacionales, recae en los Estados miembros.

El Tratado proporciona un sistema de coordinación de las políticas económicas, que fomenta los efectos indirectos y tiene en cuenta posibles externalidades negativas que podrían darse en el marco de un proceso de decisión carente de coordinación. Las Orientaciones Generales de Política Económica de los Estados miembros y de la Comunidad (OGPE) constituyen el elemento central de este sistema. Las Orientaciones para el empleo anuales constituyen el instrumento contemplado en el Tratado que sirve de base a la coordinación de la política de empleo. Otro importante elemento basado en el Tratado es la supervisión multilateral de las políticas económicas.

Las OGPE proporcionan orientación a las instancias decisorias competentes en el ámbito macroeconómico y estructural, y, por su carácter global, pretenden garantizar la coherencia de la política económica entre sus distintos ámbitos y desde el punto de vista geográfico. La supervisión multilateral se ha concretado en procedimientos y procesos, encaminados a establecer una política presupuestaria sólida (Pacto de Estabilidad y Crecimiento) o a impulsar el proceso de reforma estructural de los mercados de trabajo, productos y capitales (procesos de Luxemburgo y Cardiff). En junio de 1999, el Consejo Europeo de Colonia inició el diálogo macroeconómico, que reúne a responsables políticos y a representantes de los interlocutores sociales con vistas a un intercambio de puntos de vista acerca de la tendencia de la economía y las medidas económicas necesarias en el marco de la UEM. En marzo de 2000, el Consejo Europeo integró los objetivos de reforma social y económica en un programa a 10 años encaminado a hacer de la economía europea la economía del conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de un crecimiento económico sostenible, con más y mejores puestos de trabajo y una mayor cohesión social.

Tanto el grado de coordinación de la política económica como la forma que ésta adopta varían considerablemente según el ámbito de que se trate. En cualquier caso, el éxito de la coordinación reside en tres elementos: a) una evaluación común de la situación económica actual y de las perspectivas; b) una mejor comprensión del funcionamiento de la UEM y de las economías de sus Estados miembros; y c) la voluntad de las instancias decisorias de ofrecer y aceptar un asesoramiento libre y abierto, aceptar el principio de control paritario y ajustar las políticas en caso necesario.

Las evaluaciones de la coordinación de políticas económicas en la UEM, aprobadas por los consejos europeos de Helsinki y Lisboa, han concluido que no se necesitan nuevos procesos. Por otro lado, el Consejo Europeo de Barcelona subrayó que debe centrarse la atención en la aplicación. Se ha hecho hincapié en la necesidad de aprender de la experiencia para lograr mejoras graduales. En los tres primeros años, se han realizado progresos notables en los tres ámbitos siguientes:

Orientaciones Generales de Política Económica

Las OGPE siguen contribuyendo al proceso de convergencia en la UEM y, conforme a los objetivos del Consejo Europeo de Lisboa, conceden prioridad a mejorar el potencial de crecimiento de la UE mediante la reforma económica. Las OGPE se han fomentado de diferentes modos. Se ha aumentado su operatividad mediante el empleo de recomendaciones más concretas y específicas, tanto en la parte general como en la parte relativa a cada país. Por otro lado, se dedica una mayor atención a la aplicación. Con este fin, la Comisión ha introducido un informe global sobre aplicación que evalúa la medida en que los Estados miembros han seguido las recomendaciones.

La importancia de las OGPE ha aumentado aún más mediante la mayor participación del Consejo Europeo conforme a lo decidido en Lisboa. La reunión anual de primavera del Consejo Europeo dedicada a cuestiones económicas y sociales proporciona orientación adicional. Por otra parte, actualmente las OGPE se inspiran en la labor de otras instancias del Consejo que asumen responsabilidad para la aplicación en sus ámbitos respectivos y contribuyen a OGPE posteriores.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El Pacto aspira a posiciones presupuestarias sanas en los Estados miembros, lo que constituye una condición para el funcionamiento sin contratiempos de la UEM. La ejecución del Pacto se ha facilitado mediante la adopción de un nuevo código de conducta en 2001, que establece el formato y contenido de los programas de estabilidad que deben presentar los Estados miembros de la zona del euro. El nuevo código permite una mejor comparación de los programas mediante el empleo de hipótesis exteriores comunes para las previsiones y la presentación de todos los programas nacionales en un periodo breve durante el otoño de cada año. Además, se ha ampliado el volumen de información que debe proporcionarse a fin de analizar mejor cuestiones relacionadas con la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

Eurogrupo

El Eurogrupo reúne a los ministros de los Estados miembros que han adoptado el euro. La Comisión y, en su caso, el BCE están invitados a participar. El grupo sirve de foro informal para un debate libre y abierto sobre cuestiones relacionadas con la UEM. Este foro informal ha facilitado el establecimiento de posiciones comunes entre los distintos ministros acerca de asuntos de interés común. Se ha ampliado la gama de temas abordados, que van de asuntos tales como las posiciones cíclicas, las políticas presupuestarias, el tipo de cambio o la evolución del mercado de capitales a cuestiones estructurales que repercuten en el crecimiento y en las finanzas públicas. Por otro lado, la eficacia del Eurogrupo se ha fomentado mejorando sus procedimientos de trabajo y aumentando su transparencia.

Aunque se han realizado progresos en los tres primeros años de la moneda única, debe reforzarse la coordinación de las políticas económicas. Con este fin, el Consejo Europeo de Barcelona aprobó medidas encaminadas a mejorar la evaluación común de la situación económica. Deben intensificarse los trabajos para satisfacer las necesidades estadísticas de la UEM. Además, en marzo de 2002 la Comisión comenzó la publicación de un informe trimestral sobre el trabajo analítico en curso, y, con el fin de fomentar la comprensión general de lo que constituyen políticas económicas adecuadas en la UEM, la Comisión tiene la intención de proponer en breve un conjunto de normas comunes para la aplicación de las políticas económicas.

2. SEGUIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN SALARIAL EN LA UEM

2.1 Introducción

Se esperaba que el establecimiento de la UEM tuviese profundas repercusiones sobre los operadores del mercado, afectando especialmente a la fijación de precios y al comportamiento durante la negociación salarial. La Unión Económica y Monetaria ha modificado de forma importante el marco macroeconómico, que ahora se caracteriza por una política monetaria única y orientada a la estabilidad en la zona del euro y unas políticas fiscales nacionales saneadas. El debate sobre el impacto probable de la UEM en la formación de salarios se ha centrado en tres aspectos diferentes, aunque interconectados: a) el necesario grado de flexibilidad de los salarios nominales para tener en cuenta los efectos de los salarios sobre la competitividad los precios, que ahora son más directos; b) el impacto directo sobre los salarios reales esperados (curva de formación de salarios) y, así, sobre el desempleo de equilibrio; y c) las repercusiones sobre las instituciones del mercado de trabajo, particularmente sobre los mecanismos de negociación salarial.

Se ha sostenido ampliamente que generalmente la UEM debe proporcionar unas mejores condiciones para un comportamiento en la negociación salarial compatible con el empleo, dado que la relación entre la evolución de salarios y la del empleo se hace más evidente y estricta. Al no disponer ya de la opción de la devaluación del tipo de cambio, cualquier error substancial en la fijación de salarios se traduciría en última instancia en una pérdida de competitividad, lo que provocaría el deterioro de las condiciones del mercado de trabajo y un penoso ajuste posterior.

Por lo tanto, en la UEM es incluso más importante que en el pasado que la evolución salarial esté en consonancia con el marco macroeconómico establecido a nivel de la Comunidad y las necesidades específicas de cada país. En estas condiciones, las negociaciones salariales muestran lo siguiente:

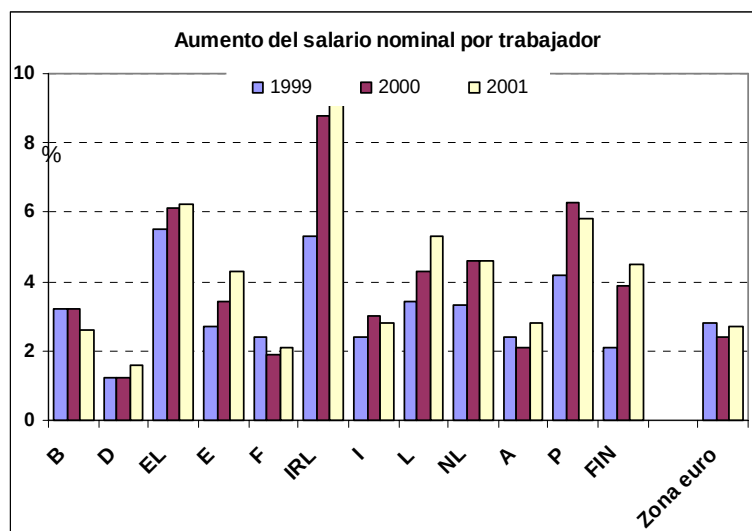
- Si la evolución global de los salarios nominales no es coherente con la estabilidad de precios, unos incrementos excesivos de los salarios nominales provocarán riesgos inflacionistas para la zona del euro en su conjunto, con efectos adversos sobre el crecimiento y el empleo en toda la Unión Monetaria.
- Una evolución de los salarios reales que está en consonancia con el incremento de la productividad del trabajo y tiene en cuenta, en caso necesario, la necesidad de reforzar la rentabilidad de la inversión generadora de capacidad y de empleo evita el deterioro de la competitividad y de las condiciones del mercado de trabajo.
- La moneda única aumenta la transparencia y facilita comparaciones de salarios que pueden llevar a una "imitación de salarios". Aunque la convergencia de los niveles de vida es uno de los objetivos de la UEM y es probable que ocurra con el tiempo, un alineamiento prematuro de los niveles de salarios podría en realidad ralentizar o incluso detener el proceso de convergencia real.
- Los acuerdos salariales que tienen en cuenta los diferenciales de productividad entre las distintas cualificaciones y áreas geográficas no sólo contribuyen a evitar la destrucción de puestos de trabajo y fomentar la creación de empleos en general, sino que también mejoran las perspectivas de empleo para determinados grupos de trabajadores, tales como los jóvenes, los de bajas cualificaciones o los desempleados de larga duración, y contribuyen a una reasignación eficiente de la mano de obra entre los distintos empleos, sectores y regiones.

La responsabilidad en materia de procedimientos de fijación de salarios compatibles con el logro y mantenimiento de un alto nivel de empleo sigue recayendo principalmente en el sector privado. Como se ha indicado anteriormente, una evolución salarial inadecuada -o, de forma más general, la existencia de unas estructuras inadecuadas del mercado de trabajo- en un país o región determinado, especialmente cuando, por su amplitud, se requiere una política monetaria compensatoria, pueden tener consecuencias perjudiciales para los otros miembros de la UEM. Una mayor coordinación de políticas económicas podría contribuir a internalizar estos efectos.

2.2 Evolución global de los salarios: algunos aspectos importantes

En la pasada década se ha observado un notable proceso de desinflación. Si bien los mediocres resultados de la economía en este periodo han contribuido a una reducción de las presiones inflacionistas, es evidente que el alto grado de estabilidad de precios alcanzado también se ha debido a los cambios sistémicos asociados a la preparación para la tercera fase de la UEM. Dado que la estabilidad de precios y un alto grado de convergencia sostenible constituyen requisitos fundamentales para la adopción del euro, las diferencias entre las tasas de inflación de los distintos países también han disminuido considerablemente en este proceso. Para la zona del euro en su conjunto, el aumento del salario nominal por trabajador disminuyó casi en paralelo con la estabilización de precios, estimándose que actualmente el salario nominal por trabajador aumenta por término medio aproximadamente un 3% anual. Así, a primera vista, los participantes en el proceso de negociación salarial parecen haber asumido la necesidad de compatibilidad con la estabilidad de precios.

Como consecuencia indirecta de la estabilización nominal, la dispersión absoluta del incremento de los salarios nominales entre los distintos países también ha disminuido significativamente en la última década, registrándose una evolución de los salarios nominales bastante similar en los últimos años. Sin embargo, en 2001 la dispersión absoluta del aumento del salario nominal por trabajador entre los "cuatro grandes" países de la zona del euro aún era de 2,7 puntos porcentuales (variando dicho aumento del 1,6% en Alemania al



4,3% en España). Los salarios nominales aumentaron algo más deprisa en Finlandia y en los Países Bajos, reflejando unas posiciones cíclicas diferentes; las mayores tasas de incremento del salario nominal se observaron en Irlanda, Portugal y Grecia. Como consecuencia de ello, aún persiste una dispersión significativa de las tasas de incremento de los salarios nominales en la zona del euro⁵.

Aunque se justifica la convergencia hacia un comportamiento salarial que tenga presente sus repercusiones sobre la inflación global, las diferencias en los niveles de productividad y en las tasas de crecimiento entre países limitan en la práctica el grado de sincronización salarial adecuado. Permitir a los salarios que reflejen diferencias nacionales, regionales o sectoriales es un medio de permitir que los salarios reales converjan con el tiempo hacia unos niveles de empleo sostenidos o superiores. Así, no deben considerarse preocupantes unos incrementos de los salarios nominales más fuertes en países con mayor incremento de la productividad del trabajo.

La estabilización de la evolución de los costes laborales unitarios nominales estuvo acompañada por una disminución de la dispersión de los incrementos de los costes laborales unitarios nominales entre Estados miembros. Sin embargo, en 2001 se produjeron ciertos desvíos en el incremento de los costes laborales unitarios nominales, y análogamente existen pruebas evidentes de que en algunos países pequeños ha sido superior al previsto el incremento de los costes laborales unitarios nominales.

⁵ Cuando el coeficiente de variación de las tasas de aumento de los salarios nominales se toma como referencia, se observa que la dispersión relativa de los aumentos de los salarios nominales ha aumentado un tanto con el tiempo. Sin embargo, las medidas de dispersión relativa corroboran la evidencia de un comportamiento de los salarios nominales más sincronizado.

La ralentización de la actividad económica en 2001 estuvo acompañada por un repunte del incremento de los costes laborales unitarios nominales. Para la zona del euro en su conjunto, los costes laborales unitarios nominales aumentaron aproximadamente un 2,5% el pasado año. Aunque esto refleja en cierta medida un aumento de la productividad del trabajo inferior al esperado, algunos países - principalmente de la periferia de la zona del euro- han mostrado indudables signos de recalentamiento. No obstante, para el conjunto de la zona del euro actualmente se prevé una disminución del ritmo de incremento de los costes laborales unitarios nominales, que se estima volverá a ser inferior al 2% en 2002.

En resumen, aunque registró un incremento en 2001, el aumento de los costes laborales unitarios nominales en la zona del euro ha disminuido. Además, a pesar de una reducción notable del desempleo durante los últimos años, hasta la fecha se han observado pocos indicios de un nuevo aumento significativo del incremento de los costes laborales unitarios nominales en la zona del euro. Ciertamente es que varios países que han experimentado un crecimiento sostenido durante unos cuantos años y cuyo mercado de trabajo se ha hecho relativamente rígido (Irlanda, Países Bajos y Portugal) parecen estar relativamente más expuestos a presiones sobre los salarios. Por otra parte, el impacto sobre los costes laborales de la reducción de la jornada laboral en Francia puede sentirse más fuertemente una vez que los aumentos de productividad compensadores empiecen a disminuir. No obstante, en los primeros años de la UEM, incluidos algunos años de la preparación a la unión monetaria, globalmente se ha observado un grado considerable de moderación de los salarios nominales, que difícilmente puede explicarse sin hacer referencia a las modificaciones en los comportamientos subyacentes⁶.

Pruebas concluyentes de la moderación global de los salarios han de buscarse en la evolución de los salarios reales ajustados en función de la productividad. Obviamente, en su forma más simple, esto lleva al análisis de la evolución de los costes laborales unitarios reales, que refleja cambios en la participación del factor trabajo en la renta total. De hecho, para la zona del euro en su conjunto, la participación del factor trabajo en la renta se mantuvo prácticamente constante en los primeros tres años de la UEM, después de haber disminuido continuamente en los cinco años anteriores.

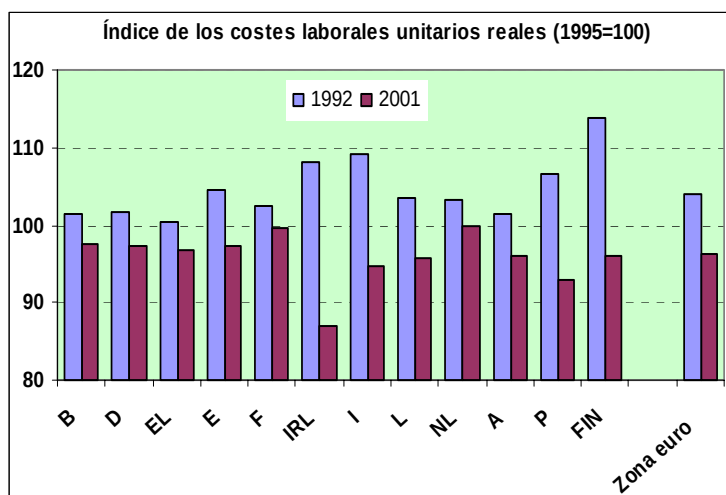
Considerando más de cerca la evolución de los costes laborales unitarios reales en los últimos tres años se observa lo siguiente:

- La moderación de los salarios reales ha prevalecido en casi todos los países de la zona del euro. Únicamente en Francia, Luxemburgo y Portugal los costes laborales unitarios reales fueron superiores en 2001 a los registrados tres años antes.
- En los países del antiguo bloque del marco alemán, más Italia, los costes laborales unitarios reales se han mantenido prácticamente constantes durante los últimos tres años; y en el pasado año España también registró una interrupción de la tendencia decreciente de la participación de los salarios en la renta.
- En Irlanda y Finlandia, en donde se observaron disminuciones significativas de los costes laborales unitarios reales en los años anteriores a la UEM, la reducción de la participación de los salarios en la renta se interrumpió y los costes laborales unitarios reales comenzaron a aumentar.

⁶ De un modo más formal, las predicciones fuera de muestra basadas en ecuaciones salariales estimadas hasta principios de los años noventa tienden generalmente a sobreestimar la evolución de los salarios en los años siguientes (OCDE 2000).

- Grecia, que se adhirió a la zona del euro de forma tardía, registró una profunda disminución de los costes laborales unitarios reales durante los últimos tres años, lo que compensó el aumento de los salarios reales experimentado en los años de preparación de la UEM.

Evidentemente, la moderación de los salarios reales ha dado sus frutos, habiendo contribuido al dinamismo de los últimos años en materia de creación de empleo. La tasa de desempleo de la zona del euro ha disminuido significativamente, de su máximo del 11,5% a una cifra inferior al 8,5%, a pesar de que la evolución salarial se ha mantenido moderada. Así, la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación de la zona del euro puede haberse reducido aproximadamente 1,5 puntos porcentuales y sigue una tendencia a la baja, lo que sugiere que aproximadamente la mitad de la mejora observada en el desempleo puede considerarse de carácter estructural. Otros organismos internacionales, tales como la OCDE y el FMI, han llegado a conclusiones generales muy similares. Obviamente, para poder apreciar si este proceso de moderación salarial podrá mantenerse es necesario comprender los mecanismos subyacentes en dicho proceso.



2.3 Factores de la moderación salarial observada en los últimos años

Para comprender mejor la naturaleza de la moderación salarial observada, como refleja la caída de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación, debe hacerse referencia a las relativamente amplias reformas de los mercados de productos y de trabajo realizadas en la mayoría de los países de la zona del euro, que estimularon la competencia en los mercados de bienes y servicios y atenuaron la división entre trabajadores protegidos y no protegidos durante la segunda mitad de los años noventa. Los esfuerzos de reforma impulsores del empleo⁷ se han centrado, entre otras cosas, en los sistemas tributarios y de prestaciones sociales, por ejemplo, mediante recortes en los impuestos sobre las nóminas para grupos determinados o medidas de apoyo financiero a trabajadores de bajo salario, y en una modernización de la organización del trabajo, con la inclusión del fomento del trabajo a tiempo parcial y una mayor flexibilidad de los contratos laborales.

Por otra parte, la introducción de la moneda única aumenta necesariamente el grado de competencia en los mercados de productos y servicios al aumentar la transparencia de precios entre los Estados miembros de la UEM⁸. Así pues, la UEM proporciona un impulso adicional a los esfuerzos en curso en el contexto del programa del mercado único para mejorar el funcionamiento de los mercados de productos y servicios. Como consecuencia de ello, se reducirán considerablemente los riesgos de conflicto por el reparto de la renta entre trabajadores y empresas.

⁷ Aunque unas políticas del mercado de trabajo más activas y preventivas pueden haber contribuido a la mejora de la situación del empleo, su efecto sobre la moderación salarial y la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación es ambiguo.

⁸ Sin embargo, debe tenerse en cuenta la opinión más escéptica de algunos observadores en el sentido de que la integración puede no implicar necesariamente una mayor competencia, ya que la integración también puede facilitar a las empresas multinacionales la aplicación de estrategias de dominación de los mercados de productos en toda Europa.

Recuadro: Centralización, coordinación y resultados macroeconómicos

El debate sobre cómo las estructuras de negociación salarial afectan a la evolución de los salarios ha estado dirigido en gran medida por la hipótesis de Calmfors y Driffill, que prevé una relación de "U invertida" entre el desempleo y el grado de centralización de la negociación salarial. Una negociación salarial totalmente centralizada y una negociación salarial totalmente descentralizada producen los resultados más favorables para el empleo, debido fundamentalmente a que la negociación a nivel de empresa tiene en cuenta la competitividad de la empresa, y la negociación a nivel de la economía tiene en cuenta los efectos macroeconómicos sobre el empleo. Entre estos dos extremos, los efectos externos de los incrementos salariales sobre el empleo no se tienen plenamente en cuenta, lo que lleva a unos resultados inferiores. No obstante, las pruebas empíricas de la relación de U invertida no son concluyentes. Una coordinación fructífera, ya sea formal (por ejemplo, mediante normas salariales acordadas con la participación del gobierno) o informal (mediante negociación de acuerdos-marco ("pattern bargaining")), puede entenderse como un medio de superar el posible inconveniente de negociar a un nivel intermedio.

Aunque es difícil establecer con precisión la contribución de los diversos esfuerzos de reforma, no hay duda de que han influido en la reducción de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación, al contribuir a frenar las demandas salariales. Sin embargo, también debe admitirse que el progreso de la reforma ha sido bastante desigual entre países. Todas las principales economías de la zona del euro aún experimentan un nivel relativamente elevado de desempleo estructural.

Así, es difícil explicar la amplia moderación salarial observada sin hacer referencia al papel que han desempeñado en varios países las políticas de rentas informales⁹. En los últimos años se han celebrado acuerdos salariales bipartitos y tripartitos en Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Alemania, Grecia, España, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal, en virtud de los cuales los participantes en la negociación salarial se comprometían a una moderación salarial compatible con la estabilidad de precios y una mejora de la competitividad. La participación de los gobiernos en "pactos sociales" tripartitos puede adoptar diversas formas, por ejemplo, recortes tributarios o medidas laborales contrarias a la moderación de los salarios, como ha ocurrido recientemente en Finlandia e Irlanda. Finlandia también ha intentado incrementar la flexibilidad de los salarios nominales introduciendo fondos denominados "fondos de regulación de la UEM"¹⁰, pero su impacto se mantendrá probablemente muy limitado.

Bélgica proporciona probablemente el ejemplo más claro de consideración explícita de la competitividad. En 1996 el Gobierno promulgó una ley de "empleo y competitividad" que incluía una norma salarial para 1987-1998, en virtud de la cual los incrementos salariales no podían superar el incremento medio registrado en sus países vecinos Francia, Alemania y Países Bajos. Por su parte, los interlocutores sociales celebraron nuevos acuerdos intersectoriales en 1998 y 2000, incorporando de nuevo el principio de una norma salarial en virtud de la cual el incremento medio de los salarios en Bélgica se relacionaba con la evolución salarial de sus países vecinos¹¹.

⁹ Para un debate detallado, véase, por ejemplo, European Industrial Relations Observatory (EIRO), EIROonline ("2000).

¹⁰ En períodos de ascenso cíclico, las cotizaciones de la seguridad social se recaudan a un tipo ligeramente superior al necesario. Así, durante las fases descendentes del ciclo los fondos acumulados pueden emplearse para financiar el incremento de los costes de la seguridad social.

¹¹ El acuerdo marco más reciente, celebrado en diciembre de 2000, limita los incrementos del salario nominal por trabajador a un total del 6,4% para el período 2001-2002.

Recuadro: Pactos sociales

En los años ochenta y noventa, aparecieron o reaparecieron pactos sociales tripartitos en varios Estados miembros; en la mayoría de casos se había optado por este enfoque en un contexto de elevado desempleo y rígidas estructuras del mercado de trabajo. Para los gobiernos, unas negociaciones tripartitas sobre las reformas estructurales ofrecen la ventaja de indicar lo que es políticamente viable en una etapa temprana y, en su caso, lograr el apoyo activo de los interlocutores sociales para la aplicación de un acuerdo. Además, las negociaciones tripartitas ofrecen la posibilidad de llegar a acuerdos globales que permitan a cada participante obtener al menos la realización parcial de sus objetivos. Con frecuencia, los gobiernos fomentan los acuerdos globales ofreciendo medidas compensatorias en caso de éxito (por ejemplo, en forma de recortes tributarios). Por otra parte, las negociaciones tripartitas ofrecen a los interlocutores sociales la posibilidad de influir en las políticas económicas en una fase temprana, y de afirmar así su legitimidad.

La preparación de la tercera fase de la UEM aportó una dimensión adicional al proceso de coordinación: en el ámbito presupuestario, la necesidad de cumplir los criterios de Maastricht, y, en el ámbito monetario, el proceso de desinflación, acentuando este último la atención prestada a la evolución salarial. No obstante, la presión que en un principio había favorecido los pactos sociales quizás haya remitido con la introducción de la moneda única y las favorables condiciones de crecimiento en 1999-2000.

Una negociación salarial coordinada a nivel nacional ha contribuido a mantener la moderación salarial. Sin embargo, tales disposiciones afrontan el problema fundamental del marco temporal, haciendo difícil concluir la negociación. En particular, con la libre circulación de capitales, es bastante limitada la eficacia de los mecanismos que pretenden vincular a las empresas a políticas de elevada inversión. A su vez, esto reduce los incentivos de la mano de obra para limitar sus reivindicaciones salariales en previsión de futuras inversiones. Por ello, los gobiernos pueden considerar cada vez más difícil establecer políticas de apoyo aceptables para los principales participantes en la negociación salarial.

Por otra parte, con una convergencia hacia niveles relativamente bajos de inflación en la zona del euro, el papel de una moderación salarial generalizada ha perdido importancia, mientras que ha aumentado la importancia de una mayor flexibilidad de los salarios nominales para el buen funcionamiento de la UEM. La experiencia sugiere que una negociación salarial coordinada a nivel nacional suele producir resultados que afectan a algunos indicadores fundamentales de la economía, en lugar de influir sobre las necesidades específicas de la región, empresa o profesión de que se trate. A condición de que permita un ajuste flexible a unos niveles bajos de negociación, una negociación coordinada puede dar lugar a resultados bastante diferenciados. En los últimos años, en varios países la negociación salarial se ha orientado hacia una "descentralización centralizada" de las negociaciones salariales, por ejemplo, en forma de "cláusulas de apertura" que permiten cierto grado de diferenciación a nivel de empresa. No obstante, la negociación centralizada a veces ha sido incapaz de corregir eficazmente las evoluciones salariales no acordes con la evolución de la productividad. En tales casos, la consiguiente pérdida de competitividad puede acumularse durante un período de tiempo bastante extenso, antes de emprenderse los inevitables y penosos ajustes.

Con las políticas del mercado del trabajo orientadas a la utilización del potencial de mano de obra, mediante reformas estructurales globales encaminadas a incrementar las tasas de participación en el empleo, podrían mantenerse moderadas las presiones globales sobre los salarios. La reforma estructural asociada también facilita la transición hacia un mayor grado de diferenciación "estructural" de los salarios.

Hasta ahora, se han realizado progresos en la reforma de las instituciones del mercado de trabajo en la zona del euro, y no hay duda de que generalmente las instituciones que participan en la negociación salarial y las prácticas de fijación de salarios han respondido muy favorablemente al nuevo marco económico, tanto en la preparación de la tercera fase de la UEM como durante los tres primeros años de ésta. A medio plazo, la combinación de una serie de factores -de transparencia de precios, creciente movilidad del capital, integración comercial y competencia- probablemente aumentará la elasticidad de la demanda de trabajo respecto del salario real. Esto deberá fomentar un comportamiento salarial

compatible con el empleo, ya que la relación entre la evolución de los salarios y del empleo se está haciendo más evidente y estricta.

3. INVERSIÓN Y POTENCIAL DE CRECIMIENTO EN LA ZONA DEL EURO

3.1. Evolución de la inversión en la zona del euro en los años noventa

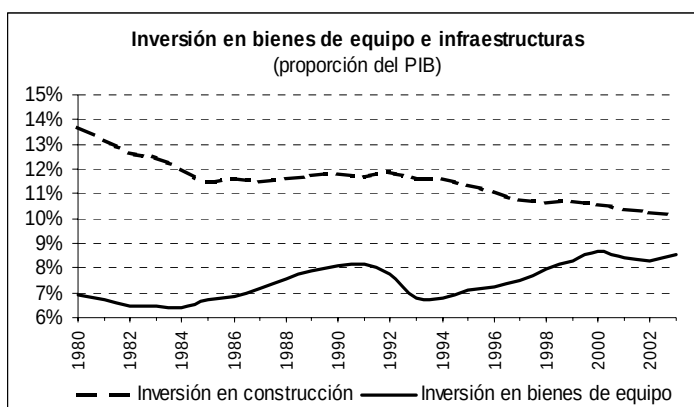
La inversión pública y privada es vital para el desarrollo del potencial de crecimiento de la zona del euro a medio y largo plazo, dado que determina la estructura y volumen de capital y sirve de canal para la introducción de nuevas tecnologías. Aunque aún no son concluyentes, las pruebas de que se dispone¹², es claro que la UEM encierra un gran potencial para la inversión en la zona del euro por tres razones:

- Al servir de complemento al programa del mercado único, el euro fomenta la competencia y reduce los riesgos de cambio.
- Al impulsarse la integración de los mercados financieros, se espera que las condiciones financieras para las empresas mejoren en general y las inversiones transfronterizas se vean favorecidas.
- A nivel de la política económica, se espera que la UEM actúe de catalizador de las reformas estructurales, especialmente en los mercados de trabajo. Desde el punto de vista presupuestario, los menores déficit y las decrecientes proporciones de deuda repercutirán en los tipos de interés y crearán margen de maniobra para la actividad del sector privado.

Si bien es evidente que el marco de la UEM aumenta el potencial de inversión, cabe señalar que la realización de este potencial requerirá unos esfuerzos significativos en el ámbito macroeconómico y microeconómico durante los próximos años. La magnitud del reto planteado queda reflejada en el análisis de la evolución histórica: los mediocres resultados de la inversión en la zona del euro en la década de los años noventa se consideran generalmente como uno de los factores del bajo crecimiento efectivo y potencial en la misma. En el presente capítulo se intentan determinar los factores fundamentales de la evolución de la inversión, haciéndose particular hincapié en aquellos sobre los que la UEM puede repercutir directa o indirectamente.

Durante la mayor parte de los años noventa, los resultados de la inversión en la zona del euro fueron mediocres. La recuperación de la inversión a finales de dicha década fue baja en comparación con el anterior ciclo de inversión, que se inició en 1986, duró cinco años y alcanzó tasas de aumento de la inversión total del 7%. En cambio, la recuperación de finales de los años noventa fue más breve y menos acusada, con tasas de incremento anual no superiores al 5%. La participación

de la inversión muestra una recuperación menos acentuada en los años noventa, con una progresión constante de 1997 a 2000, pero manteniéndose aún por debajo de su nivel máximo de finales de los



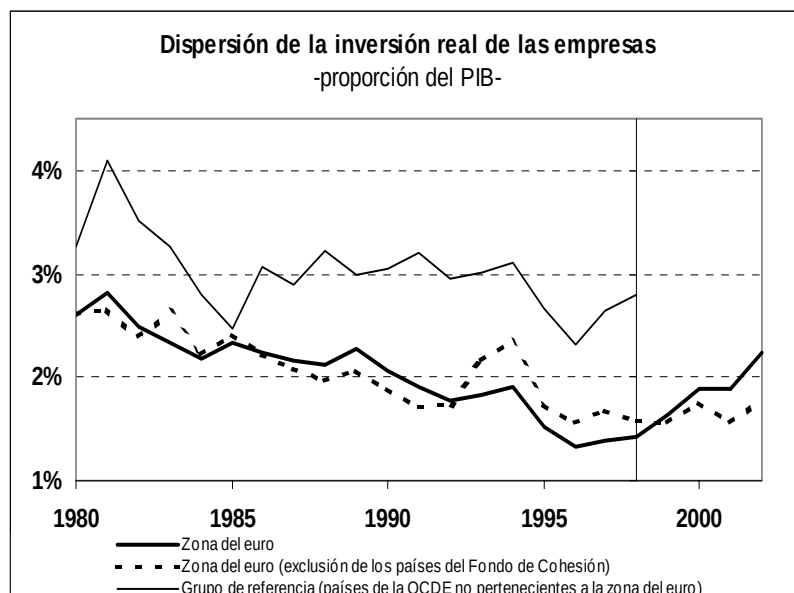
¹² Dado el breve período de tiempo transcurrido desde el inicio del proceso de la UEM, es claramente demasiado pronto para intentar realizar una evaluación empírica global de sus repercusiones sobre la inversión en la zona del euro.

años ochenta. El incremento de la inversión fue inhabitualmente elevado en la segunda mitad de los años ochenta¹³.

¹³ Este auge reflejaba, al menos parcialmente, un efecto de anticipación de la realización del mercado único.

La evolución de la inversión puede desglosarse en inversión en construcción e inversión en bienes de equipo, o, alternativamente, en inversión pública e inversión privada. El sector de la construcción, que representa más de la mitad de la inversión total, ha desempeñado un importante papel en el deterioro de la inversión en la zona del euro tras la recesión de 1992-1993. En cambio, las fases de expansión de los ciclos de inversión en bienes de equipo en los años ochenta y los años noventa parecen bastante similares tanto desde el punto de vista de su duración como de sus tasas de crecimiento. Las tasas medias de aumento fueron ligeramente inferiores durante la expansión de los años noventa, pero, en 2000, la inversión en bienes de equipo fue significativamente superior en proporción del PIB a la registrada en el techo del ciclo de inversión anterior. Aproximadamente, tres cuartas partes del total de inversión de las empresas se lleva a cabo en bienes de equipo, lo que refleja el sostenido ritmo de crecimiento registrado durante la mayor parte de la segunda mitad de los años noventa. Asimismo, la proporción del gasto en tecnologías de la información y la comunicación (TIC) en el PIB ha aumentado en los últimos años¹⁴. Contrariamente a lo que ocurre con la inversión privada, la inversión pública (en parte como consecuencia de la privatización) disminuyó continuamente en proporción del PIB entre 1991 y 1988, permaneciendo aproximadamente estable a continuación. Por consiguiente, si se excluye la inversión en construcción y la inversión pública, desde la década de los noventa la inversión en bienes de equipo ha sido alentadora, habiéndose acelerado la inversión privada en este ámbito desde mediados de dicha década, especialmente en términos reales, y habiéndose reducido significativamente los precios en el sector de TIC. La inversión privada (en porcentaje del PIB) ha alcanzado niveles similares a su nivel máximo registrado a finales de los años ochenta.

Durante los años noventa, se observó una reducción considerable de la variación de las tasas de inversión entre países, mientras que la dispersión de las tasas de inversión respecto de el resto de países de la OCDE se mantuvo bastante estable¹⁵. Ello presagiaba la convergencia de las condiciones económicas y una mayor sincronización de las políticas en el proceso de preparación a la tercera fase de la UEM. De forma sorprendente, la convergencia real fue incluso mayor para las economías avanzadas que para los países del Fondo de Cohesión. No obstante, desde 1999, la dispersión de las tasas de inversión de las empresas no ha disminuido, observándose incluso un ligero aumento en los últimos años, debido en gran medida a una mayor inversión en los países inmersos en el proceso de recuperación económica.



¹⁴ En un estudio reciente (ECB WP 122, New Technologies and Productivity Growth in the Euro Area, Vijselaar and Albers), el BCE estima que la contribución de la inversión en TIC al crecimiento de la producción en la zona del euro ha aumentado de 0,37 puntos porcentuales durante 1991-1995 a 0,74 puntos porcentuales en 1996-1999.

¹⁵ Incluyendo Dinamarca, Suecia y el Reino Unido.

Recuadro: Inversiones extranjeras directas

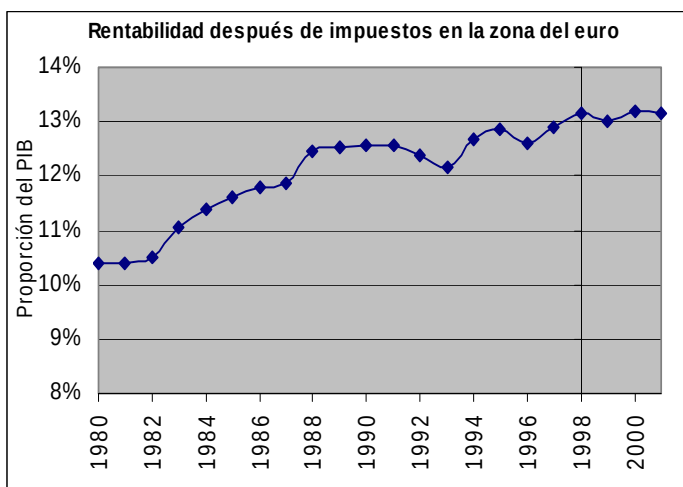
Durante los años noventa, la integración europea fue desmantelando gradualmente los obstáculos a las inversiones extranjeras directas (IED) y a la adquisición de participaciones directas por empresas extranjeras. La introducción del euro ha reducido aún más los obstáculos a los flujos de inversión dentro de la zona del euro derivados de la posible variación de los tipos de cambio, y probablemente reducirá la preponderancia del país de origen en las carteras de inversión del sector privado. Al mismo tiempo, se han disminuido las barreras comerciales y, por consiguiente, en la medida en que las IED sustituyen a los flujos comerciales, el efecto global de la integración es ambiguo.

Para la zona del euro, tanto las salidas como las entradas de IED aumentaron significativamente durante la segunda mitad de los años noventa. Conviene hacer algunas observaciones en relación con el elevado nivel de salidas netas de IED en los últimos años. Las salidas netas de IED de la zona del euro se aceleraron durante la segunda mitad de los años noventa, representando por término medio más del 1% del PIB entre 1996 y 1999. Los datos sobre IED indican que la inversión por parte de empresas establecidas en la zona del euro se recuperó en realidad mucho más deprisa durante la segunda mitad de los años noventa de lo que indicaban los datos de la contabilidad nacional sobre la inversión de las empresas. El análisis de los datos geográficos y sectoriales confirma que el repunte de los flujos netos de IED en los últimos años estuvo en gran medida impulsado por las decisiones estratégicas de las multinacionales de un cierto número de sectores y zonas geográficas, probablemente más motivadas por la expansión global que por diferencias en la rentabilidad esperada. Los datos relativos a 2000 reflejan un importante volumen de entradas en Alemania y de salidas del Reino Unido, relacionadas con fusiones o adquisiciones en el sector de telecomunicaciones. Hasta la fecha no se ha comprobado que los flujos de IED hayan respondido considerablemente a las diferencias de competitividad dentro de la zona del euro.

3.2 Factores determinantes de la inversión en la zona del euro

La teoría económica señala tres principales factores macroeconómicos como determinantes de la inversión: la demanda agregada, el coste de capital y la rentabilidad. Dada su significación particular en términos de productividad y crecimiento potencial, se había realizado una estimación simple y directa de la importancia relativa de las principales variables macroeconómicas, tomando como variables explicativas de la inversión en bienes de equipo la rentabilidad, los precios relativos de la inversión y los tipos de interés reales. Conforme a lo esperado, los resultados de la investigación muestran el efecto positivo de mayores beneficios, menores precios relativos de la inversión, menores tipos de interés y menores impuestos. Un aumento sostenido de la rentabilidad de un punto porcentual aumenta la parte que representa la inversión en bienes de equipo en el PIB entre 0,10 y 0,15 puntos porcentuales. Una reducción similar de los precios relativos de la inversión o de los tipos de interés reales aumentaría la proporción que representa la inversión en bienes de equipo en aproximadamente 0,05 puntos porcentuales.

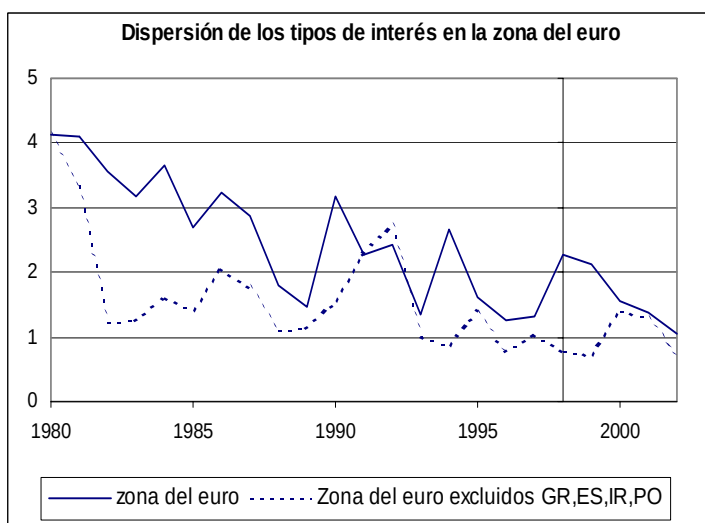
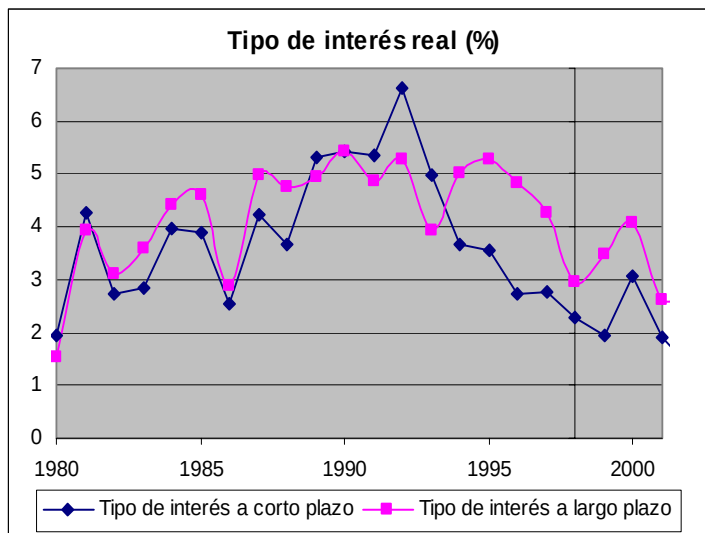
Desde principios de los años noventa se ha registrado un alza notable y continua de la rentabilidad después de impuestos en la zona del euro¹⁶. Al mismo tiempo, el crecimiento se ha hecho más intensivo en trabajo, lo que implica una reducción importante de la sustitución



¹⁶ Medida como el PIB a precios de mercado, menos las rentas del trabajo (excluidas las de los trabajadores autónomos), menos el impuesto de sociedades, en porcentaje del capital.

del trabajo por el capital. Esta tendencia refleja el movimiento secular hacia una economía con una mayor participación del sector de servicios y el largo período de moderación salarial. Lamentablemente, hasta ahora el incremento relativamente amplio de la rentabilidad no parece haberse traducido en un dinamismo equivalente de la inversión global. En cambio, la UEM ha tenido efectos positivos sobre la inversión a través de una reducción de la incertidumbre, ya que la volatilidad de los tipos de cambio es algo ya pasado para los países de la zona del euro, y se han podido reducir los tipos de interés a corto y largo plazo gracias al sólido marco presupuestario de la UEM.

Según lo esperado, los determinantes macroeconómicos fundamentales de la inversión también han mostrado estos últimos años un considerable grado de convergencia. La dispersión de la rentabilidad después de impuestos, medida con su desviación típica, casi se ha reducido a la mitad desde finales de los años ochenta, con una reducción particularmente intensa a principios de los años noventa. De forma análoga, los tipos de interés reales también han mostrado signos de convergencia. La convergencia de la rentabilidad refleja una mayor competencia en los mercados de productos y de trabajo, pero también una mayor movilidad del capital debido a la liberalización financiera. Esto, junto con la mayor sincronización de las condiciones fiscales y monetarias dentro de la zona del euro, explica la convergencia de los tipos de interés reales. No obstante, siguen desempeñando su papel factores propios a cada país. El incremento excepcional de la inversión en Irlanda ha estado acompañado por un fuerte aumento de su rentabilidad después de impuestos. Portugal es el único país cuya rentabilidad ha disminuido en los últimos tres años, pero, como los tipos de interés reales también han caído, la tasa de inversión apenas ha variado.



Aunque las tradicionales variables macroeconómicas parecen explicar hasta cierto punto el comportamiento de la inversión en la zona del euro, los factores microeconómicos desempeñan también un papel importante. Naturalmente, deben afrontarse las rigideces estructurales en los mercados financieros, laborales y de productos si la UEM quiere realizar completamente su potencial en términos de mejora del marco económico para la inversión. Las comparaciones entre países muestran que las variables del mercado de valores están correlacionadas positivamente con el aumento de la inversión. Existen correlaciones similares para los indicadores del tamaño del mercado de valores, de la liquidez y de los precios. Ello no es sorprendente pues las empresas invierten para aumentar sus beneficios y los accionistas evalúan el valor de las empresas según los beneficios futuros esperados. Los datos disponibles sugieren que los mercados de valores son una fuente de financiación, particularmente importante para las empresas del sector de TIC, que ha constituido uno de los principales motores de la expansión de la inversión en los Estados Unidos. La regulación del mercado de productos parece ser otro factor estructural determinante que ha influido considerablemente en el

comportamiento inversor. Los indicadores elaborados por la OCDE para calibrar las diferencias entre los marcos reglamentarios de los distintos países muestran que una reglamentación más restrictiva suele estar acompañada por unas tasas más bajas de expansión de la inversión. En particular, los indicadores relacionados con la importancia de la propiedad pública (tamaño, ámbito de las empresas públicas y control de las mismas), la intervención del Estado en operaciones empresariales (controles de precios, empleo de disposiciones normativas y de control) y las barreras a la libertad de empresa (opacidad reglamentaria, grandes trabas administrativas a la creación de empresas y obstáculos a la competencia) influyen negativamente en la actividad inversora. Por último, la rigidez del mercado de trabajo puede haber frenado la inversión en la zona del euro. Así, el indicador sobre legislación de protección del empleo de la OCDE está relacionado inversamente con el aumento de la inversión real. Otras variables estructurales cuantitativas del mercado de trabajo apuntan en la misma dirección, por ejemplo, el "tipo impositivo aplicado a los trabajadores de bajos salarios" o la "duración de las prestaciones de desempleo".

Según los resultados presentados, parece requerirse una mejora del marco para la inversión en la zona del euro, y existen posibilidades para ello, especialmente proporcionadas por la UEM. Un aumento sostenido de la tasa de formación de capital fijo llevaría en la zona del euro a un aumento permanente del nivel de vida. Un aumento de la proporción de la inversión en el PIB elevaría el potencial de crecimiento a muy corto plazo, y también a largo plazo si la incorporación del progreso tecnológico da lugar a una modernización del capital. Los datos sobre los determinantes de la inversión apuntan a la necesidad de afrontar una serie de rigideces estructurales en la zona del euro con el objetivo de mejorar el marco para la inversión. A este respecto, se está estudiando una amplia serie de posibles medidas de reforma estructural, que abarcan reformas del mercado de trabajo, reducciones de los impuestos de sociedades y reformas de los mercados de productos y financieros que aumenten la competencia y reduzcan las rentas de monopolio.

Para concluir, la UEM tiene el potencial de mejorar significativamente el marco para la inversión en la zona del euro y actuar de poderoso contrapeso frente a los efectos negativos sobre el crecimiento de factores tales como la disminución de la población. Se espera que la UEM juegue este papel positivo a) fomentando la competencia y reduciendo los riesgos de cambio, influyendo así en una serie de determinantes de la inversión; b) actuando de catalizador del desarrollo del mercado financiero; y c) estimulando toda una serie de reformas macroeconómicas y microeconómicas favorables a la inversión.

4 EL SISTEMA FINANCIERO DE LA ZONA DEL EURO

4.1 Evolución general del sistema financiero de la UE

En los últimos años, ha habido una aceleración visible en el proceso de desarrollo e integración de los mercados financieros de la UE. Tres factores principales, interrelacionados, han contribuido a dicha aceleración: a) el proceso de mundialización de la economía, estimulado por la liberalización de los movimientos internacionales del capital, la desregulación financiera y los avances tecnológicos; b) los progresos hacia la creación de un marco reglamentario común en la UE (como parte del esfuerzo de establecimiento del mercado único de servicios financieros) junto con reformas financieras en los Estados miembros; y c) el paso al euro.

Antes de enero de 1999, la necesidad de operar con numerosas monedas nacionales constituía un importante obstáculo a la integración financiera de la Unión. La existencia de un riesgo de cambio limitaba el atractivo de la inversión transfronteriza, reducía los incentivos para proceder a una armonización reglamentaria a escala de la UE y frenaba las presiones competitivas que se ejercían sobre los mercados de los Estados miembros. El paso al euro como moneda única de los 12 Estados miembros ha cambiado esta situación. El euro ha eliminado el riesgo de cambio como fuente de fragmentación del sistema financiero de la zona del euro y, al mismo tiempo, ha puesto de relieve los costes de oportunidad de los restantes factores de fragmentación del sistema. La mayor integración debida al euro se refleja en mercados más homogéneos, una oleada de consolidación entre intermediarios y bolsas de valores y la aparición de productos y técnicas nuevos e innovadores. Los operadores del mercado han adoptado estrategias más paneuropeas y las instancias decisorias han respondido concediendo alta prioridad política a la realización del mercado interior de servicios financieros. Por otra parte, ahora es mayor el incentivo para intensificar las reformas nacionales como medio de preservar la competitividad de unos sistemas financieros nacionales previamente protegidos.

Estructuras financieras de la zona del euro y de los EE.UU. (fin 2001, en % del PIB)

	Zona del euro	EE.UU.
Depósitos bancarios	64,3	60,6
Préstamos bancarios	108,2	50,7
– a las empresas	42,7	16,1
– a las economías domésticas	45,7	34,6
– administraciones públicas	12,4	0,0
Títulos de deuda pendientes de pago	90,6	148,6
Emitidos por		
– Las empresas	5,8	24,2
– Las instituciones financieras	28,7	43,1
– el sector público	52,7	84,4
Capitalización del mercado de valores	73,3	138,7

Fuente: BCE (depósitos y préstamos bancarios en la zona del euro), Reserva Federal (depósitos y préstamos bancarios en EE.UU.), EUROSTAT (PIB de la zona del euro y de EE.UU. PIB, capitalización del mercado de valores), BPI (títulos de deuda). Para los EE.UU., los depósitos y préstamos bancarios son agregados correspondientes a los bancos comerciales, las asociaciones crediticias y las entidades de ahorro (datos de la Reserva Federal, flujos financieros). Para los EE.UU., los títulos de deuda pública pendientes incluyen los emitidos por empresas patrocinadas por el Gobierno o por grupos de entidades hipotecarias federales ("Federally Related Mortgage Pools").

El sistema de Estados Unidos se considera basado predominantemente en el mercado, y el de la zona del euro, en la banca¹⁷. Esto sigue siendo válido. En particular, la financiación bancaria desempeña un papel mucho más importante en la financiación de las empresas en la zona del euro que en los Estados Unidos. En este país, la emisión directa de valores es el principal medio de financiación de las empresas, como refleja el importante volumen de títulos de deuda pendientes y la capitalización del mercado de valores. A pesar de estas diferencias, cabe observar que en ambas zonas económicas toda la serie de instrumentos e intermediarios desempeñan un importante papel.

En la zona del euro, los avances en el tratamiento de la información, la liberalización y la integración del mercado (particularmente mediante la supresión de las 12 monedas nacionales) van a favorecer el desarrollo de los mercados de capitales en detrimento de la financiación bancaria. Sin embargo, ni teórica ni empíricamente puede afirmarse que un sistema financiero más basado en títulos sería superior al actual sistema basado en la financiación bancaria. Otras características han de considerarse más importantes para la eficiencia global del sistema financiero, tales como, por ejemplo, su grado de desarrollo y adaptabilidad¹⁸.

El sector financiero de la zona del euro está experimentando una fase de rápido cambio estructural, en la que la mayor integración de los mercados nacionales está acompañada por una expansión general del sector financiero y una competencia más intensa entre los distintos instrumentos e intermediarios existentes. Debido a las características específicas de los diversos componentes del sector financiero, la evolución, especialmente en lo que se refiere la integración, ha sido bastante desigual entre los distintos mercados.

4.2 Mercados monetarios y de instrumentos derivados

A partir del 1 de enero de 1999, las operaciones monetarias del BCE se han realizado en euros sobre la base de la demanda de liquidez de la zona del euro, sin distinguir las necesidades de liquidez de los diferentes sistemas bancarios nacionales. Algunos problemas que planteaban los procedimientos de asignación de liquidez del BCE en el periodo inicial se abordaron eficazmente pasando a licitaciones con tipos variables en junio de 2000. Aunque a partir de entonces el mercado monetario en euros ha funcionado de forma uniforme, el grado de integración varía entre sus diferentes segmentos.

En el *mercado de depósitos interbancarios no garantizados*, la integración es virtualmente completa y hay prácticamente una convergencia total entre los tipos de interés a muy corto plazo en la zona del euro. Tal convergencia de los tipos de interés refleja la plena aceptación por los operadores de mercado de los índices EONIA (Euro Overnight Index Average) y EURIBOR (Euro-Interbank-Offered Rate) como referencias de precios uniformes. La convergencia de los tipos de interés también se ha visto facilitada por la distribución eficiente de liquidez en la zona del euro: las transacciones transfronterizas representan una parte significativa de la actividad interbancaria total de los principales operadores del mercado (aproximadamente, el 60%). Existen indicios de que el mercado interbancario ha desarrollado una estructura de distribución de la liquidez de dos niveles, con los bancos relativamente grandes dominando las transacciones transfronterizas y los bancos más pequeños basando su financiación en transacciones nacionales con los bancos más grandes. La convergencia de los tipos de interés también se observa en el caso de los vencimientos algo más largos en el mercado monetario. Un estudio del BPI¹⁹ ha señalado una reducción del 40% entre 1996 y 2000 del diferencial comprador-vendedor de los tipos de interés de los depósitos en euros a tres meses, considerando que

¹⁷ Al comparar los mercados financieros de la zona del euro y de EE.UU., debe resaltarse que la zona del euro es fundamentalmente diferente de los Estados Unidos ya que es una unión de países y no un único país. A pesar de los grandes progresos alcanzados en la integración financiera, el sector financiero de la zona del euro aún se caracteriza por diferentes sistemas legales y reglamentarios y convenciones de mercado nacionales, etc.

¹⁸ Una estructura financiera completa ofrece a las empresas, a través de los mercados e intermediarios, la financiación que mejor se ajusta a sus necesidades en las distintas etapas de su existencia. Una estructura adaptativa proporciona margen para la evolución de los intermediarios financieros o los contratos si se altera el marco económico.

¹⁹ Banco de Pagos Internacionales (2000), LXX Informe anual.

ello constituye una nueva muestra de integración en el mercado de operaciones monetarias no garantizadas en euros.

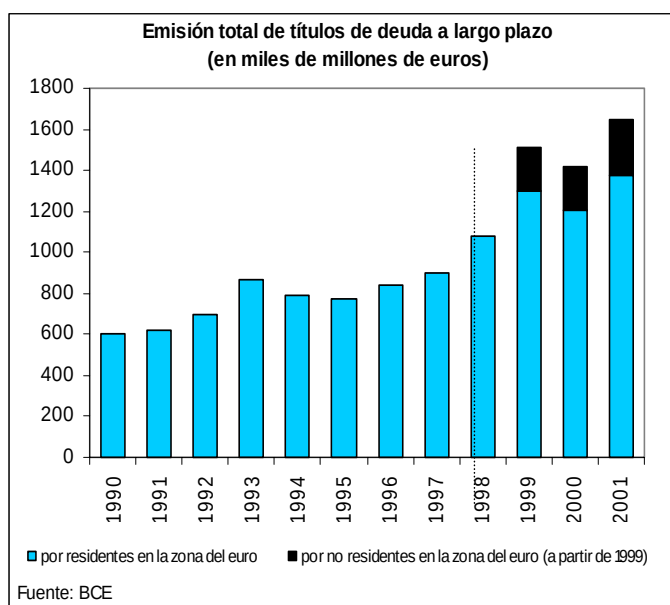
Como ocurre con el mercado de operaciones monetarias no garantizadas, el *mercado de instrumentos derivados* de la zona del euro también está altamente integrado. El mercado transfronterizo de swap de tipos de interés en euros ha registrado una gran expansión desde la introducción del euro, y el alto grado de integración del mercado se refleja en unos estrechos diferenciales comprador-vendedor y en un importante volumen relativo de importes pendientes. La actividad en otros mercados de derivados también se ha intensificado, habiéndose sustituido todos los contratos de futuros en las monedas nacionales existentes antes de la UEM por contratos de futuros basados en el índice EURIBOR.

Los *segmentos garantizados del mercado monetario* (por ejemplo, los pactos privados de recompra, las letras del Tesoro, el papel comercial y los certificados de depósito, que implican el intercambio de liquidez por una garantía) permanecen considerablemente menos integrados. Esta situación refleja dificultades en el empleo de garantías a nivel internacional, debido principalmente a las diferencias nacionales en las prácticas de mercado, la reglamentación y el tratamiento jurídico y fiscal aplicable a los valores utilizados como garantía. Estas diferencias nacionales se reflejan en infraestructuras de mercado nacionales segmentadas y pueden crear importantes dificultades prácticas en las operaciones internacionales de compensación y liquidación, como ha puesto de relieve el Grupo Giovannini en un reciente informe²⁰. La directiva sobre garantías, que ha de aplicarse plenamente de aquí a 2003, abordará las dificultades actuales en la utilización transfronteriza de garantías y contribuirá a una mayor integración de los mercados financieros de la UE, por ejemplo, determinando la legislación que regula los contratos de garantía internacionales.

4.3 Mercados de obligaciones

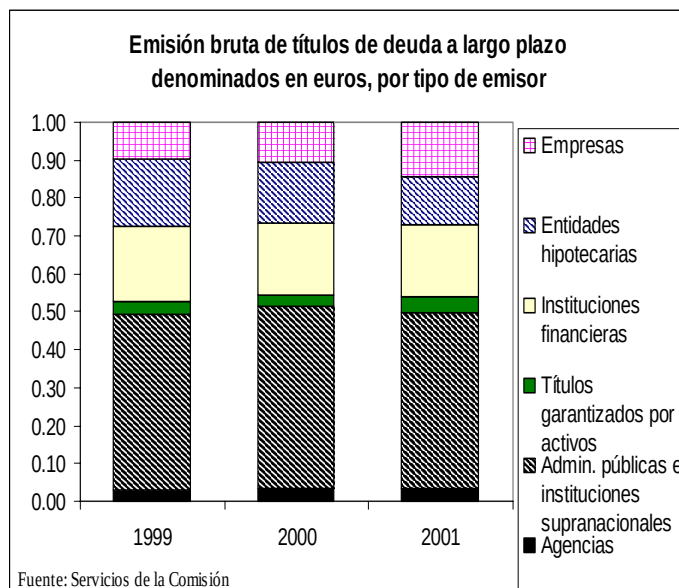
La introducción del euro ha integrado los mercados nacionales de obligaciones de los Estados miembros participantes, dando lugar a un mercado de obligaciones denominadas en euros substancialmente más homogéneo. Los efectos de la integración son evidentes en numerosos aspectos de la actividad del mercado.

En primer lugar, la mayor liquidez y desarrollo del mercado denominado en euros se han reflejado en mayores volúmenes de emisión. El total de las emisiones nacionales en euros desde enero de 1999 ha sido superior a la emisión combinada en las monedas nacionales durante los años inmediatamente anteriores a la UEM. La emisión en euros fue particularmente fuerte en 1999, aumentando un 20% respecto de 1998. Estos incrementos acusados de la emisión reflejaban la actitud de emisores e



²⁰ El grupo Giovannini es un grupo de operadores del mercado, bajo la presidencia de Alberto Giovannini, establecido para asesorar a la Comisión acerca del mercado financiero. En noviembre de 2001, el Grupo publicó un informe con el título de "Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union". El informe, publicado como Economic Paper nº 163 de la Comisión Europea, está disponible en: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm.

inversores, que habían aplazado su entrada en el mercado debido a las turbulencias en el sistema financiero internacional y a la incertidumbre del paso al euro. Las empresas desarrollaron una significativa actividad inversora en los primeros meses de 1999, intentando muchas de ellas tomar posición en el nuevo mercado, de mayor liquidez potencial. Sin embargo, en 2000 las emisiones en euros disminuyeron un 6% (incluyendo las emisiones por residentes fuera de la zona del euro, para los que se dispone de datos sólo a partir de 1999), con la vuelta a un ritmo de emisión más normal, unas menores necesidades de empréstitos de los gobiernos y un progresivo deterioro de la confianza del mercado al aumentar constantemente los tipos de interés y los precios del petróleo. Las emisiones en euros aumentaron de forma acentuada a principios de 2001. A pesar de una desaceleración a finales del año, la emisión total en 2001 fue un 16% superior a la registrada el año anterior. La gran importancia de las emisiones en euros en 2001 se debe atribuir a la actividad de emisión de las empresas y los emisores financieros, que respondieron a las mejores condiciones del mercado de obligaciones y a la debilidad de los mercados de acciones mundiales.



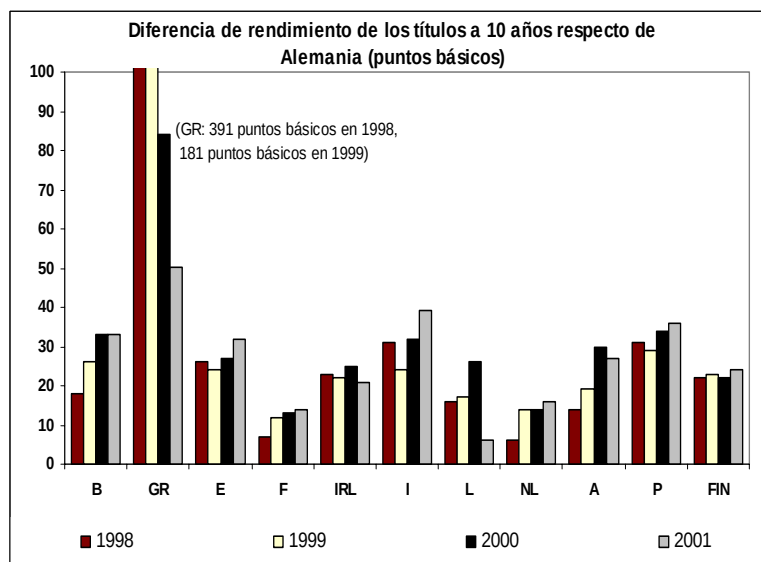
En segundo lugar, en relación con la situación anterior a la UEM, se ha producido un incremento importante de la parte de la emisión privada respecto de la emisión estatal. Esta modificación de la composición de la emisión de obligaciones es el resultado de unas menores necesidades financieras de los gobiernos de la zona del euro a raíz del saneamiento presupuestario de 1990 y de un aumento de la emisión por parte de entidades financieras y no financieras. En particular, el mercado relativamente poco desarrollado de obligaciones privadas no financieras ha registrado tasas de aumento excepcionalmente elevadas, habiendo pasado la emisión total de 27 000 millones de euros en 1998 a 97 000 millones de euros en 2001. El aumento de liquidez de los segmentos del mercado relativos a las empresas y entidades financieras queda demostrado por el tamaño creciente de las emisiones, siendo actualmente comunes unos tramos de emisión superiores a mil millones de euros²¹. En el segmento del mercado de entidades no financieras, el aumento de las emisiones por parte de entidades de calificación inferior también constituye una indicación de un mercado de relativa liquidez, aunque la parte de las emisiones de alto rendimiento sigue siendo relativamente pequeña. La tendencia hacia una mayor titulización refleja sin duda una mayor demanda de los inversores en el mercado de obligaciones en euros, que tiene una mayor liquidez, así como otros factores no relacionados directamente con el euro, tales como la necesidad de financiar la creciente actividad de fusión y adquisición y las compras de licencias UMTS que han estimulado la oferta de obligaciones de empresas y de obligaciones financieras.

A pesar de su parte más baja en la emisión total, las emisiones estatales siguen siendo una fuente dominante de oferta en el mercado de obligaciones en euros. En 2001, aún representaban más del 40% de las emisiones totales en euros. La homogeneidad del mercado de obligaciones estatales de la zona del euro queda puesta de manifiesto en el elevado grado de convergencia de los rendimientos entre Estados miembros, que contrasta con la situación existente todavía a mediados de los años noventa. La convergencia de los rendimientos puede atribuirse a la eliminación del riesgo de cambio y a la mejora relativa de las condiciones presupuestarias en varios Estados miembros. Sin embargo, aún se observa

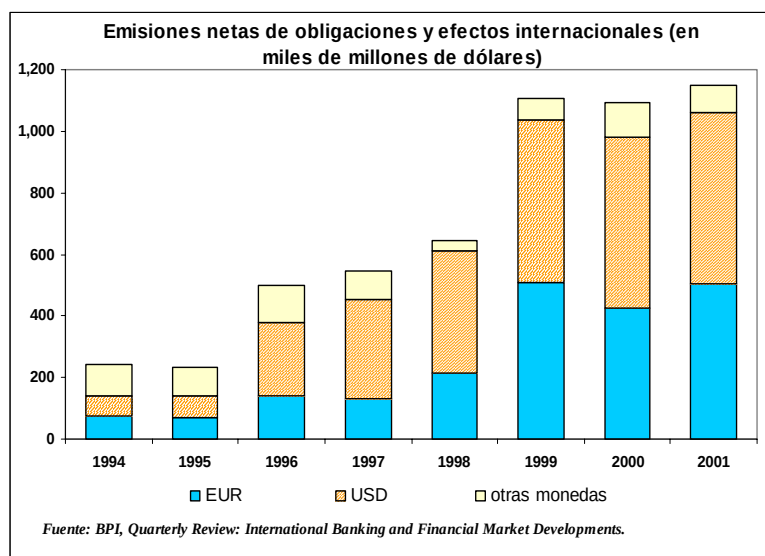
²¹ Freddie Mac, agencia hipotecaria cuasi gubernamental de EE.UU., inició un importante programa de emisión en euros en septiembre 2000, previendo la emisión de 5 000 millones de euros por trimestre con diferentes plazos de vencimiento.

una fragmentación de la liquidez en este segmento de mercado, ya que las obligaciones estatales son emitidas por 12 organismos distintos, que tienen necesidades de financiación, emisiones, estrategias, procedimientos e instrumentos diferentes. Las primas de liquidez parecen haber aparecido como un importante determinante de las diferencias de rendimiento de las obligaciones estatales de la zona del euro (especialmente en el caso de los Estados miembros que emiten el menor volumen de obligaciones, varios de los cuales podrían correr

un bajo riesgo de crédito debido a sus favorables situaciones presupuestarias). Como muestra el gráfico, para la mayoría de países, las diferencias de rendimiento de las obligaciones a diez años respecto de Alemania fueron algo más amplias en 2001 que en 1998. La preferencia de que disfruta la obligación alemana (Bund) a diez años también refleja el hecho de que la misma puede formar parte de los contratos de futuros del mercado Eurex, que se ha hecho dominante en la zona del euro. Un mercado de derivados activos fomenta en última instancia la liquidez del título subyacente.



En tercer lugar, al haber aumentado los volúmenes de emisión, el euro se ha convertido en la segunda moneda más importante en la emisión de obligaciones internacionales. El dólar estadounidense y el euro dominan actualmente las emisiones internacionales, representando más del 90% del total²². La participación del euro en las emisiones internacionales casi alcanzó a la del dólar en 1999, pero disminuyó de forma acusada en 2000. En 2001, la participación del euro fue del 44%, frente al 48% para el dólar.



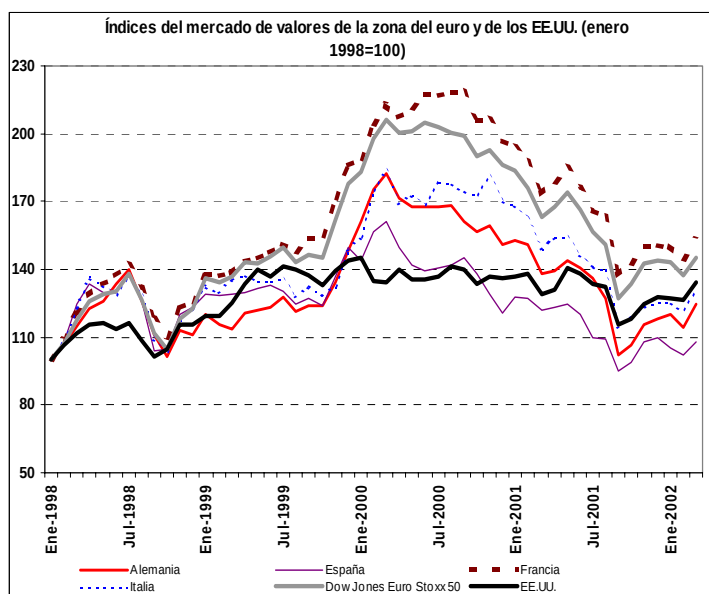
4.4 Mercados de acciones

Al eliminar el riesgo de cambio, el euro ha estimulado la demanda de inversiones transfronterizas en acciones. Otros factores han contribuido al aumento de las transacciones transfronterizas, tales como

²² La base de datos sobre títulos de deuda internacional del BPI abarca tres tipos de instrumentos: los valores denominados en una moneda diferente de la del mercado nacional en el que se emiten ("Euroobligaciones"); los valores denominados en la moneda del mercado en que se emiten, pero emitidos por no residentes (obligaciones extranjeras, tales como las obligaciones "Yankee" en el mercado de EE.UU.); y los valores denominados en la moneda del mercado en que son emitidos, siendo emitidos por residentes pero destinados a no residentes (Revista trimestral del BPI, marzo de 2002).

la creciente internacionalización de la emisión de acciones, el mayor número de fusiones y adquisiciones transfronterizas y la consolidación de las bolsas de valores.

Aparte de estos cambios estructurales, la integración de los mercados de acciones de la UE se ha manifestado principalmente en una mayor correlación sectorial de la evolución de los precios de los distintos Estados miembros. Esto indica un cambio en el comportamiento de los inversores, que pasan paulatinamente de inversiones en el propio país a inversiones sectoriales, explicándose las divergencias en la evolución de los índices principalmente por las diferencias en su composición. El empleo de instrumentos derivados basados en acciones también ha incrementado significativamente en los últimos años, fomentando la liquidez de los mercados primarios de acciones.



Al favorecer las inversiones transfronterizas en acciones, el euro ha contribuido a estimular la actividad en los mercados de valores especializados en el sector de la nueva economía de la UE, que, en consonancia con la evolución en los Estados Unidos, han mostrado en los últimos años un comportamiento bastante errático, reflejando los altibajos de la demanda de valores en los sectores de tecnologías, medios de comunicación social y telecomunicaciones.

Expuestas a una competencia creciente, derivada, por ejemplo, de las numerosas redes de negociación electrónica establecidas en los últimos años, las bolsas de valores han reaccionado mediante estrategias de agrupación. Si bien ha sido más un fenómeno mundial que un fenómeno específico de Europa, en Europa se han observado importantes esfuerzos de agrupación. El más notable ha sido la creación de Euronext, que concentró las bolsas de Amsterdam, Bruselas y París a mediados de 2000, extendiéndose a continuación para incluir la bolsa de Lisboa en 2000. Sin embargo, no todos los esfuerzos de consolidación han sido fructíferos, constituyendo el ejemplo más destacado la fusión fallida de Deutsche Börse y la Bolsa de Londres.

A medida que se concentran las bolsas, la infraestructura posterior a las transacciones de la UE también se está transformando lentamente. En Europa, la negociación de valores se ha desarrollado tradicionalmente a nivel nacional, con unas estructuras eficientes para los transacciones de valores a nivel nacional, que solían comprender la integración vertical de las funciones de transacción, compensación, liquidación y depósito²³. Estas estructuras nacionales -que apenas permiten las transacciones internacionales- han subsistido generalmente hasta hoy. Los distintos sistemas nacionales tienen diferentes prácticas de mercado y diferentes dispositivos para el tratamiento reglamentario, legal y fiscal de los valores mobiliarios. Esta situación acarrea costes adicionales para las transacciones de valores transfronterizas dentro de la Unión Europea (costes directos en forma de precios más altos por los servicios prestados y costes indirectos relativos a las deficiencias de funcionamiento del sistema financiero, como por ejemplo, costes administrativos adicionales derivados de las transacciones en varios mercados). La limitada consolidación que se producido hasta

²³ Véase el Informe del grupo Giovannini con el título de "Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union" *op. cit.*

ahora ha afectado principalmente a cámaras de compensación, mientras que la configuración de los sistemas de liquidación de valores apenas han variado respecto de la situación anterior a la introducción del euro²⁴.

4.5 Capital-riesgo

El capital-riesgo representa generalmente una pequeña proporción de la financiación global de las empresas. Sin embargo, su importancia va mucho más allá de esta proporción ya que el capital-riesgo desempeña un papel fundamental en las fases iniciales de la vida de una empresa.

En la zona del euro, debido en parte a las iniciativas a nivel de la UE, tales como el Plan de acción sobre capital-riesgo, de abril de 1998, el sector del capital-riesgo creció rápidamente en los años noventa. Más recientemente, el sector ha retrocedido paralelamente a la ralentización de la actividad económica y a la amplia corrección a la baja de los precios en los mercados de valores para las empresas de elevado crecimiento durante 2000. Sin embargo, la corrección en el mercado de capital-riesgo puede considerarse como una consolidación necesaria y la estructura del sector sigue siendo sólida. Es digna de mención la creciente participación de los inversores institucionales, especialmente los fondos de pensiones, en este mercado.

A pesar de este crecimiento, en su revisión intermedia del Plan de acción sobre capital-riesgo, realizada en octubre de 2001, la Comisión observó que los mercados europeos de capital-riesgo siguen fragmentados -realizándose dentro del propio país la mayor parte de las inversiones privadas en acciones- y que la diferencia con los Estados Unidos se ha ampliado entre 1998 y 2000. En 2001, la inversión en capital-riesgo en la zona del euro ascendió a un total de 8 800 millones de euros (0,13% del PIB), frente a 12 500 millones de euros en 2000. Como consecuencia del desplome de las cotizaciones de las empresas tecnológicas, la caída fue aún más acusada en los Estados Unidos: la inversión en capital-riesgo en 2001 fue de 39 900 millones de euros (0,35% del PIB), frente a 95 000 millones de euros en el año anterior.

El hecho de que la inversión en capital-riesgo en la zona del euro se realiza principalmente dentro del propio país refleja en parte la importancia para los inversores de estar próximos a las empresas en las que invierten a fin de controlar sus inversiones. Sin embargo, también es posible que el modelo de internacionalización de la inversión en acciones responda en parte a las diferencias entre los marcos reglamentarios, tributarios y legales de los distintos países de la UE. Por ejemplo, las normativas nacionales relativas a si se permite a los fondos de pensiones y compañías de seguros invertir en acciones de empresas privadas aún difieren, y el sistema tributario nacional repercute de forma diferenciada en las inversiones en capital-riesgo.

4.6 Intermediarios financieros

Los efectos de la integración financiera no se han limitado a los diferentes segmentos de los mercados financieros; también se han extendido a las actividades de los intermediarios financieros. Los bancos europeos ofrecen cada vez más frecuentemente servicios financieros a empresas y particulares extranjeros. El mercado europeo de servicios financieros a las empresas en Europa cada vez está más abierto a la competencia internacional. En algunas actividades, tales como la emisión de obligaciones y acciones, o la concesión de préstamos de consorcios, los intermediarios nacionales han perdido terreno respecto de los competidores estadounidenses. La introducción del euro ha intensificado aún más la competencia entre intermediarios financieros al facilitar la transparencia de precios, reducir los ingresos derivados del mercado de cambios, eliminar la ventaja competitiva que para los operadores

²⁴ Por ejemplo, las funciones de compensación de tres de las bolsas de Euronext (Amsterdam, Bruselas y París) se han fusionando legalmente desde principios de 2001, dando lugar a Clearnet SBF, que centraliza todas las transacciones llevadas a cabo en Euronext. Para facilitar la transferencia transfronteriza de valores, se han establecido conexiones entre sistemas de liquidación de valores. No obstante, el empleo de estas conexiones ha sido inferior al esperado (BCE (2001), "Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)").

nacionales se derivaba de la existencia de monedas nacionales y fomentar el desarrollo de unos mercados de valores mucho más amplios y de mayor liquidez, lo que favorece la titulización y la desintermediación.

La respuesta más visible de los intermediarios financieros a estas presiones ha sido la agrupación, bien mediante fusiones y adquisiciones, o bien mediante participaciones cruzadas. La agrupación ha estado acompañada de un proceso de reestructuración y una reorientación de las actividades, que ha pasado paulatinamente de la actividad "tradicional" de concesión de préstamos a actividades más relacionadas con la inversión. Esta reorientación de las actividades de los bancos se refleja en el fomento de la intermediación en el mercado financiero mediante la creación y venta de nuevos productos financieros o el asesoramiento a clientes acerca del coste y la organización de las operaciones de fusión o adquisición. Como consecuencia de ello, se ha producido un cambio en la composición de los ingresos bancarios, pasándose de ingresos derivados de intereses a ingresos en forma de gastos y comisiones, y ha disminuido el interés por los depósitos, en beneficio de la emisión de valores. Con todo, la disminución de las actividades de inversión de los bancos en 2001 ha puesto de relieve la necesidad de que el sector bancario de la UE fomente la eficiencia y la rentabilidad de las actividades bancarias tradicionales.

Hasta la fecha la agrupación entre intermediarios financieros se ha desarrollado principalmente dentro de las fronteras nacionales, dando lugar a un incremento significativo de la concentración del sector a nivel nacional, particularmente en los Estados miembros más pequeños. La tendencia a la aparición de conglomerados a nivel nacional (esto es, consolidación entre distintos sectores financieros) también está aumentando en numerosas partes de la UE. Sin embargo, las fusiones y adquisiciones transfronterizas no han sido insignificantes y han seguido una tendencia creciente. Dado que las significativas diferencias entre los marcos legales y reglamentarios nacionales (por ejemplo, legislación relativa a la protección de los consumidores y a la competencia) hacen impracticable por el momento el establecimiento de una gama de productos paneuropea, las economías de escala y de gama de las fusiones transfronterizas parecen inferiores a las de las fusiones nacionales. Los factores culturales y las diferencias en el marco existente para la gobernanza de las empresas también tienden a desalentar la agrupación transfronteriza. En estas circunstancias, los intermediarios financieros pueden preferir realizar fusiones defensivas a nivel nacional con vistas a prepararse para la competencia a nivel europeo que se ejercerá a medida que vaya avanzando la integración del sistema financiero de la UE.

4.7 Retos para los responsables políticos

Al reducir considerablemente el riesgo de cambio dentro de la UE y actuar de catalizador de la reforma, la introducción del euro ha sido un principal factor acelerador de la integración. A pesar de haberse introducido ya el euro, aún no se ha alcanzado el objetivo de un mercado financiero único, objetivo que remonta a principios de los años setenta. Aunque en gran medida la integración del mercado financiero es impulsado por el propio mercado, ya que las propias instituciones financieras aprovechan las oportunidades ofrecidas por la integración del mercado financiero, se requiere una intervención de los poderes públicos en diversos ámbitos.

El apoyo político ha sido creciente con el tiempo ya que los responsables políticos reconocen cada vez más las ventajas económicas de la integración financiera. En un mercado integrado, ahorradores e inversores disponen de mayores posibilidades de elección con unos costes de transacción inferiores. A nivel macroeconómico, esto se traduce en un mayor nivel de ahorro, inversión, productividad y, en su caso, crecimiento económico. Estos efectos se debatieron recientemente en un Informe sobre integración financiera del Consejo Económico y Financiero destinado a la reunión informal del Consejo ECOFIN que se celebró en Oviedo el 13 y 14 de abril de 2002. Consejos europeos sucesivos (recientemente, el Consejo Europeo de Barcelona celebrado en marzo de 2002) han considerado la integración de los mercados financieros de la UE como prioridad de la reforma económica en la UE.

Esta prioridad se refleja en una estrategia coherente a nivel de la UE y en la urgencia atribuida a su aplicación. En primer lugar, y ante todo, la UE se ha comprometido a desarrollar para 2005 el Plan de Acción sobre Servicios Financieros (conjunto de 42 iniciativas encaminadas a mejorar el funcionamiento del sistema financiero de la UE). Se ha establecido un plazo más corto (2003) para las acciones relativas a los mercados de valores y para el Plan de acción sobre capital-riesgo, que constituye la base para desarrollar un mercado integrado y eficiente de financiación mediante acciones destinado a las empresas jóvenes e innovadoras. En segundo lugar, la aplicación del Plan de Acción sobre Servicios Financieros ha de ser coherente entre Estados miembros a fin de que la integración de los mercados financieros nacionales sea efectiva, y no meramente formal. El nuevo marco de adopción de decisiones sobre legislación en materia de valores mobiliarios, adoptado sobre la base de las propuestas del Comité Lamfalussy²⁵, debe contribuir a este objetivo y asegurar que la legislación se adapte más rápidamente a la evolución de los mercados financieros. En tercer lugar, la política de competencia ha de ser activa a medida que avanza la integración financiera, con el fin de garantizar el pleno aprovechamiento de las ventajas económicas. En cuarto lugar, ha de protegerse adecuadamente a consumidores e inversores a fin de que tengan confianza para operar en el mercado único de la Unión aprovechando plenamente los beneficios que de él se derivan.

²⁵ Comité de sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios. El Comité presentó su informe en febrero de 2001. A fin de acelerar y facilitar la creación de un marco reglamentario para los mercados de valores en la UE, el Comité propone un nuevo enfoque de la legislación, con cuatro niveles:

- Nivel 1 - adopción de principios generales, según lo propuesto por la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo (codecisión).
- Nivel 2 - adopción de legislación de desarrollo, según lo preparado por la Comisión con la ayuda de un nuevo Comité Europeo de valores mobiliarios y de un Comité de reguladores europeos de los mercados de valores mobiliarios; la función del primero de estos comités sería resolver aspectos técnicos de regulación siguiendo un procedimiento rápido que permitiese su pronta adopción.
- Nivel 3 - incorporación coherente de legislación de nivel 1 y nivel 2 a la legislación nacional sobre la base de una mayor cooperación entre autoridades nacionales de regulación de valores mobiliarios.
- Nivel 4 - aplicación más estricta de la legislación por la Comisión, con la colaboración de los gobiernos de los Estados miembros, las autoridades nacionales de regulación y el sector privado.

El Parlamento Europeo aprobó este enfoque el 5 de febrero de 2002.

5. EL EURO COMO MONEDA INTERNACIONAL

5.1 Introducción

Una moneda internacional ejerce las funciones tradicionales del dinero a nivel internacional, y debe servir de *unidad de cuenta*, *medio de cambio* y *depósito de valor*. Como puede observarse en el siguiente cuadro, el modo en que una moneda desempeña estas funciones difiere entre el sector privado y el sector público, pero el sector privado es preponderante en la internacionalización de una moneda debido a su dimensión mucho mayor.

Principales utilizaciones de una moneda internacional por el sector privado y el sector público

	Sector privado	Sector público
Unidad de cuenta	Moneda de facturación	Moneda ancla o de referencia para los regímenes de cambio
	Moneda de cotización	
Medio de cambio	Moneda de pago	Moneda de intervención
	Moneda vehicular	
Depósito de valor	Moneda de financiación	Moneda de reserva
	Moneda de inversión	

El dólar estadounidense es aún la principal moneda internacional, pero el euro se ha convertido en la segunda moneda mundial tras su introducción. Hay varios factores que apoyan el empleo del euro como moneda internacional. El primero es el tamaño de la economía de la zona del euro. La zona del euro representa aproximadamente el 16% del PIB mundial, algo menos que los EE.UU. (21%), pero mucho más que Japón (8%). Las cifras relativas a la participación de estas tres zonas en el comercio mundial de bienes y servicios son similares. El segundo factor que contribuye al atractivo del euro como moneda internacional es su estabilidad, que refleja los sólidos indicadores económicos de la zona del euro, los cuales se ven reforzados por una política económica orientada a la estabilidad en el marco de la UEM. El tercer factor es el actual proceso de integración de los mercados financieros nacionales de Europa en mercados financieros paneuropeos amplios, desarrollados y de gran liquidez, que estimularán el papel del euro en la actividad de préstamo y empréstito a nivel internacional.

La historia del sistema monetario internacional incluye períodos en que dos monedas han competido entre sí como moneda internacional (la libra esterlina y el dólar estadounidense en el periodo de entreguerras). Dado que los efectos de red y de escala impulsan la internacionalización de una moneda, es probable que el dólar estadounidense mantenga su posición dominante. En cualquier caso, el proceso de internacionalización del euro está impulsado por el sector privado.

5.2 Utilización internacional del euro por el sector privado

La utilización privada de una moneda a nivel internacional como unidad de cuenta puede observarse en la *facturación* del comercio y de las transacciones financieras y en las *cotizaciones* de las mercancías. Aunque se dispone de pocas pruebas, no hay duda de que el dólar sigue siendo la moneda

dominante en materia de facturación. En 2000, con anterioridad a la introducción de billetes y monedas en euros, la proporción del euro en la facturación de transacciones internacionales se estimaba entre el 15% y el 17% del total. No obstante, ahora que ya se han introducido los billetes y monedas en euros, es probable que el euro aumente su importancia como moneda de facturación, especialmente a nivel regional. La mayor utilización del euro para la facturación se verá reforzada por la tendencia histórica de facturar las transacciones internacionales en la moneda del exportador y por la importante proporción que representa la zona del euro en el comercio mundial. El dólar también sigue siendo la moneda dominante para la cotización de las mercancías. Aunque en Europa los precios de algunos contratos de futuros sobre mercancías se fijan en euros, su número sigue siendo limitado por ahora.

La utilización privada de una moneda a nivel internacional como medio de pago se refleja en su empleo como *moneda de pago* y como *moneda vehicular* en los mercados de cambios. En cuanto al papel del euro como moneda de pago, la encuesta trimestral de la Comisión entre los bancos de la zona del euro indica que la proporción de los pagos internacionales en euros realizados por residentes en la zona del euro aumentó muy rápidamente antes de la introducción de éste, pasando del 24% en volumen (36% en valor) en el tercer trimestre 2000 a cerca del 40% (48% en valor) en el tercer trimestre de 2001. Con la introducción de los billetes y monedas en euros y la conversión en euros de todas las cuentas de la zona del euro, la proporción del euro en los pagos internacionales indudablemente incrementará aún más.

El empleo de una moneda como vehículo en los mercados de cambios (esto es, como medio de cambiar otras dos monedas) es una función fundamental que influye considerablemente en su atractivo como medio para desempeñar las otras funciones de una moneda internacional (por ejemplo, como moneda de reserva). Sin embargo, este es un ámbito en el que la inercia también es muy fuerte, ya que existen economías de escala si se utiliza una sola moneda vehicular. A nivel mundial, el dólar sigue siendo la moneda vehicular dominante, al disponer de mercados interbancarios directos con todas las demás monedas. Según la información disponible, el euro no desempeña una función significativa como moneda vehicular a nivel mundial, aunque ha heredado del marco alemán el papel de moneda vehicular a nivel regional. No obstante, la introducción del euro ha afectado a la composición de monedas de la actividad de cambio al eliminar las transacciones dentro de la zona del euro (véase cuadro siguiente). Los datos del análisis trienal de la actividad del mercado de cambios realizado por el BIP y publicado en octubre de 2001 revelan que en abril de dicho año el euro intervino en el 38% de todas las transacciones cambiarias llevadas a cabo en dicho año (por encima de la participación del marco alemán en 1998 (30%)), pero muy por debajo de la participación combinada de todas las monedas componentes del euro (53%))

Cuando el sector privado utiliza una moneda como *moneda de financiación* o *moneda de inversión*, ello refleja su función como depósito de valor internacional. Si se pasa revista a la utilización internacional del euro por el BCE publicada en septiembre de 2001, se observa que el euro es actualmente la segunda moneda de financiación empleada a nivel internacional, con una participación comprendida entre el 22% y el 34% en función del instrumento financiero y del método de medida. Sobre la base del denominado criterio restringido, en virtud del cual únicamente se incluye la emisión por parte de los no residentes, la proporción de las monedas componentes del euro en la emisión de obligaciones y efectos fue del 19% en el periodo 1994-1998. En 1999, la participación del euro pasó al 34% por término medio, lo que quizás reflejaba el deseo de una parte de los principales emisores de pasar a la nueva moneda. Sin embargo, unos tipos de interés en euros históricamente bajos han debido aumentar el atractivo de tomar fondos prestados en euros para las empresas extranjeras. Aunque se ha mantenido un alto nivel de emisión de valores denominados en euros por no residentes, la participación del euro ha sido un tanto inestable desde su máximo de 1999, aunque se ha mantenido a un nivel elevado. Si se aplica el criterio amplio se incluyen las emisiones por residentes en la zona del euro destinadas al mercado financiero internacional, y, en este caso, es mayor la participación del euro en las emisiones internacionales de obligaciones y efectos (38% por término medio en 2000), debido a la proporción muy inferior de las emisiones internacionales de títulos de deuda en yenes. También ha habido un fuerte incremento de las emisiones en euros en el mercado monetario internacional, que

puede explicarse por el aumento esperado y efectivo de la liquidez derivado de la creación de un mercado monetario en euros integrado.

El euro es también la segunda moneda de inversión a nivel internacional aunque la información relativa a los activos está menos disponible que la relativa a los pasivos. El análisis del BCE revela que la participación del euro en la inversión internacional varía del 22% al 32% en función de los activos considerados. La mayor proporción se da en las inversiones en obligaciones, y la menor, en los activos bancarios internacionales.

Recuadro: Repercusiones del euro en los mercados de divisas

Según las cifras del BPI, el valor diario medio de las transacciones en los mercados de divisas tradicionales (esto es, los mercados de transacciones al contado, los mercados de futuros y los mercados de swap de divisas) se redujo un 19% de 1998 a 2001. Uno de los principales factores de esta reducción del volumen de negocios fue la introducción del euro, al eliminar las transacciones entre sus monedas componentes (los restantes factores son la consolidación en el sector bancario y empresarial y la participación creciente de la intermediación electrónica). Las transacciones entre las monedas componentes ya habían empezado disminuir mucho antes del inicio de la tercera fase de la UEM. De 1995 a 1998, las transacciones entre las monedas del SME disminuyeron aproximadamente un 5% respecto del valor total de las transacciones. Con la introducción del euro el 1 de enero de 1999, se eliminó alrededor de un 6% adicional del valor total de las transacciones.

La disminución del valor de las transacciones no se vio contrarrestada por incrementos en las transacciones en euros en comparación con sus monedas componentes (véase texto). Sin embargo, el BIP ha señalado que, en 2001, el par de monedas dólar/euro era con mucho objeto del mayor número de transacciones, representando aproximadamente el 30% de valor total de las mismas. La introducción del euro llevó inicialmente a una caída del valor de las transacciones realizadas en el mercado al contado y el mercado de futuros. En el mercado de futuros el valor de las transacciones en euros cayó inicialmente un 40% en comparación con el valor de las transacciones en sus monedas componentes. Sin embargo, desde entonces, dicho valor se ha recuperado un tanto, con lo cual la disminución global del valor de las transacciones en comparación con el periodo anterior a la introducción del euro es actualmente de aproximadamente el 25%.

5.3 Utilización internacional del euro por el sector público

Quizás la utilización internacional más visible de una moneda por el sector público sea su utilización como unidad de cuenta. El euro se utiliza ampliamente como *moneda ancla o de referencia* en los regímenes de cambios de terceros países. Más de cincuenta países han establecido regímenes de cambio con el euro como moneda de referencia, ya sea aisladamente o conjuntamente con otras monedas. Las disposiciones adoptadas por terceros países van de sistemas de junta monetaria a regímenes de cambios flotantes. Geográficamente, estos países se localizan principalmente en Europa y África. Los principales factores que han llevado a terceros países a optar por el euro como moneda ancla o de referencia son las intensas relaciones comerciales, así como los vínculos en materia de ayuda y financieros que éstos mantienen con la economía de la zona del euro, y, en el caso de algunos países, el proceso de adhesión a la UE (véase más abajo).

Una moneda internacional puede desempeñar la función de medio de pago para el sector público, por ejemplo, a efectos de la *intervención oficial* en los mercados de divisas. A nivel mundial, el dólar desempeña un papel dominante, aunque no exclusivo, como moneda de intervención. La conveniencia del dólar como moneda de intervención refleja su liquidez en los mercados de divisas. Sin embargo, el euro ha sido utilizado como moneda de intervención por varios terceros países a nivel regional. Esta utilización del euro está estrechamente relacionada con su función de moneda ancla. Evidentemente, la mayor parte de las intervenciones denominadas en euros se producen en el marco del nuevo mecanismo de cambios (MC II), en virtud del cual vinculan sus monedas al euro los Estados miembros de la UE acogidos a una excepción (actualmente sólo Dinamarca, aunque anteriormente también Grecia hasta finales de 2000).

Por último, la utilización por el sector público de una moneda internacional como depósito de valor puede observarse en sus tenencias de *reservas de divisas*. Según los datos del último informe anual del FMI, el dólar sigue siendo la principal moneda de reserva. A finales del 2000, el dólar representaba el

68% de las reservas de divisas. El euro es la segunda moneda de reserva después del dólar, representando el 13% de las reservas de divisas, proporción que se ha mantenido prácticamente invariada desde 1999. Ajustando los datos para tener en cuenta únicamente las tenencias en las monedas componentes del euro fuera de la zona del euro, el informe anual del FMI indica que la participación combinada de estas monedas en las reservas internacionales totales en 1998 era prácticamente idéntica a la participación del euro en 1999 y 2000.

5.4 Los países candidatos y la adopción del euro

El Tratado de la CE prevé un procedimiento institucional claro y único para la adopción de la moneda única por los países candidatos. Desde la adhesión, los nuevos Estados miembros participarán en la UEM con el estatuto de Estados miembros acogidos a una excepción respecto de la adopción del euro. Este estatuto se establecerá en los Tratados de adhesión. Los nuevos Estados miembros deberán aplicar sus políticas cambiarias con una perspectiva común y se espera que ingresen en el MC II en algún momento tras su adhesión. Así pues, por la adopción del euro, el Tratado requiere que los nuevos Estados miembros alcancen un elevado grado de convergencia sostenible. El principio de igualdad de trato se aplicará plenamente a los países candidatos. El procedimiento establecido excluye tanto la posibilidad de adoptar el euro en el momento de la adhesión como la de adoptarlo antes de la misma.

¿Cuáles son las implicaciones para la política económica de los países candidatos? El principio fundamental es el de que, incluso en los países más avanzados en el proceso de transición, el programa de reformas para preparar la adhesión debe tener prioridad sobre las acciones encaminadas a la participación en la UEM. El cumplimiento de los criterios de Copenhague tiene prioridad sobre el cumplimiento de los criterios de convergencia nominal, y, consiguientemente, sobre la participación en la UE, por al menos dos razones. En primer lugar, deberán lograrse mayores progresos hacia una convergencia real antes de perseguir la convergencia nominal, aunque ambos procesos pueden reforzarse mutuamente. En segundo lugar, sólo puede evaluarse la convergencia nominal de aquellos países que ya tienen economías de mercado capaces de hacer frente a las presiones competitivas. Con otras palabras, los criterios de convergencia deben aplicarse a "economías comparables".

El MC II es suficientemente flexible para, tras la adhesión, poder integrar diferentes regímenes, a condición de que los compromisos y objetivos de los nuevos Estados miembros sean creíbles y compatibles con los del mecanismo. Las únicas claras incompatibilidades respecto del MC II que pueden determinarse ya desde ahora son los tipos de cambio totalmente flotantes, los tipos de cambios móviles y las vinculaciones a monedas ancla distintas del euro. En principio, la opción de mantener un sistema de junta monetaria basado en el euro hasta la adopción del euro está disponible caso por caso, como compromiso unilateral adicional con un mayor grado de vinculación al euro, dentro del MC II. Sin embargo, cuando un país con un sistema de junta monetaria desee adherirse al MC II, su petición aún deberá examinarse en el contexto del procedimiento establecido en la Resolución sobre el MC II, y deberá acordarse de forma multilateral el tipo central de conversión. Esto implica que algunos de los países que podrían gestionar de forma fructífera un sistema de junta monetaria con el euro no tendrán que pasar necesariamente por un "doble cambio de régimen" (permitiendo cierta flexibilidad antes de volver a una vinculación más estricta y, posteriormente, a la fijación irrevocable del tipo de cambio).

De forma general, los países candidatos deberán compatibilizar sus deseos de estabilidad del tipo de cambio y reducción de la inflación en su preparación a la adhesión y a la participación en el MC II.

5.5 Contribución de la zona del euro a la coordinación de políticas económicas a nivel mundial

Las políticas monetaria y de cambio únicas, acompañadas por una mayor coordinación de las políticas fiscal y estructural, tienen implicaciones significativas para la relación entre la zona del euro y el resto del mundo. Las políticas monetaria y de cambios se han convertido en competencia exclusiva de la Comunidad, los mercados financieros se están integrando progresivamente en Europa, y la orientación de la política económica de la zona del euro es lo que importa al resto del mundo cuando se debaten aspectos económicos y fiscales.

Las instituciones internacionales encargadas de la supervisión multilateral, tales como el FMI y la OCDE, han comenzado a reconocer las implicaciones de estos cambios evaluando de forma regular la política macroeconómica de la zona del euro. El cambio también se refleja en las declaraciones de los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G-7, que ya no hacen referencia a la evolución y perspectivas macroeconómicas de los distintos países de la zona del euro, sino del conjunto de la misma.

Coordinación interna sobre posiciones exteriores

El Tratado CE establece procedimientos, si bien en forma muy condensada, para que la Comunidad aborde los aspectos internacionales (institucionales) de la UEM. La mayoría de ellos están contemplados en el artículo 111 (antiguo artículo 109). Aunque es un artículo de procedimiento y constituye un claro compromiso entre opiniones diferentes, el artículo 111 deja claro que la política cambiaria (esto es, los acuerdos formales sobre el sistema de cambios y las orientaciones generales para la política cambiaria) es una cuestión que incumbe al Consejo (pudiendo votar sólo los países ya participantes). Este artículo también establece el procedimiento que debe seguir la Comunidad para decidir su posición en los debates internacionales sobre "aspectos de particular relevancia para la Unión Económica y Monetaria". El artículo estipula que la representación de la Comunidad a nivel internacional la debe decidir el Consejo por unanimidad, sobre la base de una propuesta de la Comisión y de conformidad con la asignación de poderes establecida en los artículos 99 y 105. De esta forma, se esperaba que, con la tercera fase de la UEM, Europa asumiría en el sistema financiero y monetario internacional un papel acorde con su importancia económica.

Desde 1999, se han establecido disposiciones prácticas para la coordinación interna de las posiciones exteriores. En particular en el Eurogrupo/ECOFIN se han dedicado grandes esfuerzos a establecer posiciones comunes. Estas posiciones han cubierto una amplia serie de cuestiones, incluidas cuestiones relativas a la estructura financiera internacional, la financiación del desarrollo y la situación económica en el mundo o en algunos países importantes. Las mismas proporcionan una base para las intervenciones de los directivos europeos en el Directorio del FMI y guían a la Presidencia, y a otros representantes europeos, en las reuniones internacionales, tales como las del Comité Monetario y Financiero internacional y del G-7 y las consultas del Comité de Examen de las Situaciones Económicas y de los Problemas de Desarrollo (OCDE) con la zona del euro.

Aunque se han realizado progresos sustanciales, aún deben afrontarse importantes retos, tales como la forma de garantizar que se lleve a la práctica el acuerdo en materia de principios celebrado entre europeos. Ello significaría, por ejemplo, garantizar que los puntos de vista de la Unión sobre la necesidad de la participación del sector privado se aplican para resolver situaciones específicas de crisis. Por la misma razón, las posiciones comunes deben desarrollarse y adaptarse inspirándose en las nuevas experiencias o en el diálogo con los socios internacionales. Por otra parte, es posible aumentar el número de aspectos en los que se puede adoptar una posición común a fin de que Europa desarrolle un papel más activo y coherente en el sistema monetario y financiero internacional. Por último, las posiciones comunes adoptadas deben comunicarse a los interlocutores pertinentes.

Representación exterior de la zona del euro

Estos retos están relacionados estrechamente con aspectos de la representación en el exterior. Diferentes consejos europeos han abordado la cuestión de la cooperación económica internacional y la representación exterior (especialmente, los de Luxemburgo y Viena), pero hasta ahora no se ha adoptado ninguna decisión del Consejo encaminada a respaldar jurídicamente el marco resultante. Por otra parte, las conclusiones del Consejo Europeo sólo se refieren a la representación de la Comunidad en ciertas reuniones internacionales. En lo que se refiere al FMI, según las conclusiones del Consejo Europeo de Viena *"Como organismo comunitario competente en materia de política monetaria, debería otorgarse al BCE el estatuto de observador en el directorio del FMI. La posición de la Comunidad Europea/UEM sobre otras cuestiones de especial importancia para la UEM serían presentadas al directorio del FMI por el miembro competente de la oficina del Director Ejecutivo del Estado miembro que ejerza la Presidencia del Euro 11, asistido por un representante de la Comisión"*.

En relación con el G7, según la conclusión de la Presidencia del Consejo Europeo de Viena *"El Consejo Europeo ha suscrito el informe del Consejo sobre la representación exterior de la Comunidad, en el que se prevé que el Presidente del Consejo ECOFIN, o, si el Presidente es de un país que no pertenezca a la zona del euro, el Presidente del Euro 11, asistido por la Comisión, participe en reuniones del G7 (Finanzas)"*. En el Anexo II de las conclusiones, se contempla que *"el presidente del BCE asista a las reuniones del Grupo en los debates referentes a la UEM, por ejemplo la supervisión multilateral, las cuestiones de los tipos de cambio y para convenir las secciones pertinentes de la Declaración publicada"*.

En realidad, las conclusiones del Consejo Europeo sólo se han aplicado parcialmente. Hasta la fecha, el presidente del Eurogrupo y el presidente del BCE sólo participan en las reuniones de los ministros de Hacienda y de los gobernadores de los bancos centrales del G-7 sobre supervisión multilateral y cuestiones de tipo de cambio. La participación de la Comisión tampoco se ajusta plenamente a estos acuerdos.

También se han limitado los cambios institucionales en el FMI. El BCE ha obtenido el estatuto de observador en el Directorio de la Junta del FMI y se le permite asistir a las reuniones del mismo sobre problemas de importancia particular para la zona del euro.

Los progresos hacia una representación adecuada de la Unión Europea y una única voz europea se ven dificultados por varios factores. Entre ellos cabe señalar la participación de países europeos en grupos del FMI con países no pertenecientes a la UE, e incluso la inclusión de algunos países de la UE en grupos dirigidos por países no pertenecientes a la UE. Además, la pertenencia al FMI se basa en el concepto de "país".

En conclusión, el proyecto de la UEM aún no se ha acabado de establecer en materia de política exterior. Sin embargo, en importantes cuestiones internacionales, la UEM ha fomentado un proceso de adopción de una posición común, lo que le permite a la Comunidad empezar a desempeñar un papel internacional proporcionado a su peso económico y financiero. Esto ha de complementarse con nuevos avances en materia de representación. Las disposiciones específicas establecidas al iniciarse la tercera fase de la UEM han resultado fructíferas, pero sólo cumplen parcialmente las expectativas de una presencia fuerte y unificada de la Unión en los foros internacionales. Debido al carácter informal de estos acuerdos, su falta de formalización y de continuidad, así como las limitaciones inherentes a la coordinación informal, la posición de la Comunidad no puede repercutir plenamente en los debates internacionales.

Una representación apropiada de la zona del euro en las organizaciones internacionales podría mejorar significativamente la cooperación multilateral en el marco de un sistema financiero mundial que parece avanzar hacia un sistema de tres monedas. De esta forma, el reto que plantea el logro de una representación y participación adecuadas de la zona del euro en los procedimientos de adopción de decisiones a nivel internacional constituye un aspecto significativo también para los no europeos, como queda de manifiesto por la presión ejercida por otras economías de mercado industriales y

emergentes para que la UE simplifique su sistema de representación. Esta cuestión constituye un reto fundamental para los responsables políticos de la UE, que deben garantizar que esta se convierta en un actor eficaz en la defensa de sus propios intereses en el escenario internacional.